

Temas de Corporate Governance

Volume I

GOVERNO DAS SOCIEDADES *VERSUS* RESULTADOS

Helena Maria Santos de Oliveira

2015

Nota Biográfica

Professora Adjunta – Politécnico do Porto / Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto (IPP/ISCAP) – Área Científica de Contabilidade e Gestão

Doutora em Economia Financeira e Contabilidade – Universidade de Vigo – Espanha

Mestre em Finanças – Universidade Portucalense Infante D. Henrique – Porto

Licenciada em Contabilidade e Administração – Controlo Financeiro – ISCAP/IPP

Bacharel em Contabilidade e Administração – ISCAP

Investigadora do CEOS.PP; NECE-UBI e CEPESSE

Membro do Conselho Geral da Comissão de Normalização Contabilística (CNC)

Membro da *British Accounting and Finance Association* (BAFA)

Membro da Ordem dos Contabilistas Certificados (OCC)

Membro da Associação Portuguesa de Contabilistas (APC)

Contacto: oliveira@iscap.ipp.pt

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8153-9005>

Ciência ID / Ciência Vitae: <https://cienciavitae.pt/portal/EA1D-FBAB-40CC>

DOI: <https://doi.org/10.5281/zenodo.7671592>

Nota da Autora

Este manual aborda temas de Corporate Governance relacionados com os resultados empresariais e divide-se em cinco pontos, incluindo a introdução e as conclusões. No segundo ponto é explorado o conceito, princípios, regulamentação e sistemas de Governo das Sociedades. No terceiro ponto abordam-se as questões relacionadas com a Teoria da Agência e os ditames da actuação dos órgãos sociais. No quarto ponto analisa-se a formulação dos resultados empresariais.

A organização deste manual teve em atenção a orientação do planeamento do estudo dos estudantes das ciências empresariais como objectivo principal.

Contudo, salienta-se a necessidade de complementar o estudo com recurso à consulta da regulamentação e da legislação intrínsecas.

Helena Maria Santos de Oliveira

“... a transparência é a pré-condição necessária para alcançar a estabilidade...”

*Hoogervorst, Hans
In Financial Reporting and Auditing – A Time for Change?
Conference Organised by the European Commission, Brussels, 9 and 10 February 2011*

GOVERNO DAS SOCIEDADES <i>VERSUS</i> RESULTADOS	6
1.1 – INTRODUÇÃO.....	6
1.2 – O GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	14
1.2.1 – <i>Conceito e Definições</i>	14
1.2.2 – <i>Os Princípios de Governo das Sociedades</i>	19
1.2.3 – <i>Regulamentação e Recomendações</i>	27
1.2.4 – <i>O Governo das Sociedades em Portugal</i>	38
1.2.5 – <i>Os Sistemas de Governo das Sociedades</i>	46
1.2.5.1 – Enquadramento	46
1.2.5.2 – O Sistema Anglo-Saxónico.....	49
1.2.5.3 – O Sistema Continental	51
1.2.5.4 – Análise Comparativa da Estrutura Empresarial dos Países que Adoptam Diferentes Sistemas de Governo das Sociedades.....	57
1.2.6 – <i>A Teoria da Agência</i>	62
1.2.7 – <i>Os Ditames da Actuação dos Órgãos Sociais</i>	79
1.2.7.1 – Bases Fundamentais	79
1.2.7.2 – A Remuneração do Conselho de Administração	86
1.2.7.3 – Os Bancos como Principais Credores e/ou Accionistas	95
1.2.7.4 – A Divulgação da Informação – Relatório sobre o Governo das Sociedades	102
1.2.7.5 – A Auditoria da Informação.....	110
1.2.7.5.1 – A Importância da Auditoria.....	110
1.2.7.5.2 – O Controlo Interno	116
1.2.7.5.3 – A Auditoria e o Processo de Divulgação da Informação.....	122
1.3 – A GESTÃO DO RISCO NO GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	131
1.4 – A FORMULAÇÃO DOS RESULTADOS EMPRESARIAIS	136
1.4.1 – <i>A Contabilidade no Contexto Social e Institucional das Organizações</i>	136
1.4.2 – <i>A Formulação dos Resultados Contabilísticos</i>	138
1.4.3 – <i>Instrumentos Usados na Formulação dos Resultados Contabilísticos</i>	140
1.4.4 – <i>A Gestão dos Resultados Contabilísticos</i>	144
1.4.4.1 – O Conceito Adoptado	144
1.4.4.2 – A Gestão dos Resultados e o Normativo Contabilístico.....	151
1.4.4.3 – A Gestão dos Resultados e a Teoria da Sinalização	155
1.4.4.4 – A Gestão dos Resultados e a Política Contratual da Contabilidade.....	158
1.4.4.4.1 – Enquadramento.....	158
1.4.4.4.2 – As Relações entre Accionistas e Administradores – Remunerações	161
1.4.4.4.3 – As Relações entre os Accionistas e os Credores – O Endividamento e os Custos de Financiamento	166
1.5 – NOTAS CONCLUSIVAS	168
BIBLIOGRAFIA.....	173

GOVERNO DAS SOCIEDADES *VERSUS* RESULTADOS

1.1 – INTRODUÇÃO

A economia de mercado gira em torno do desempenho das organizações empresariais, que representam uma das instituições mais influente na internacionalização dos negócios a nível global, pelo que se assistiu a uma transformação significativa do papel do sector privado no desenvolvimento da economia e na criação de emprego. No entanto, para se assistir ao crescimento empresarial é necessário recorrer ao mercado de capitais, proceder a alterações na dimensão e no redimensionamento da actividade, como condição de êxito, o que provoca alterações significativas na extensão do mercado (Crespo Rodríguez *et al.*, 2005: 9).

De facto, com a globalização e a liberalização do mercado de capitais e a evolução tecnológica, verificadas a partir de finais dos anos 80, como consequência do importante crescimento dos negócios internacionais e do forte desenvolvimento das actividades das organizações multinacionais, os problemas económicos e financeiros passaram a ter repercussões mais vastas, porque ultrapassaram facilmente o mercado geográfico onde as empresas operavam quando, anteriormente, os seus efeitos fora desse mercado eram praticamente negligenciáveis, tendo criado danos na reputação e credibilidade das instituições perante os utilizadores da informação.

Assim, os responsáveis pela administração das grandes empresas, e de todas as entidades que constituem o tecido empresarial¹, têm de actuar de forma idónea, responsável e íntegra, porque influenciam o ambiente dos negócios, tanto interno como

¹ De acordo com o Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação (IAPMEI), em Portugal, as Pequenas e Médias Empresas representam 99,6% das unidades empresariais, criando 75,2% do emprego privado e realizando 56,4% dos negócios (Borges *et al.*, 2010: 39). Em Portugal existem 432.673 sociedades comerciais que apresentaram, em 2014, a declaração do imposto sobre o rendimento das pessoas colectivas (IRC) com referência ao ano de 2013, sendo que 120.795 situam-se no distrito de Lisboa, 75.319 no distrito do Porto, 32.628 no distrito de Braga, 27.264 no distrito de Aveiro, 25.874 no distrito de Setúbal, 21.267 no distrito de Leiria, 21.496 no distrito de Faro e 15.452 no distrito de Coimbra, dão emprego e contribuem com a sua actividade e impostos numa percentagem indispensável às receitas do Sector Público e têm um impacto directo relevante na economia, nos seus sócios e accionistas – actuais e potenciais – investidores, empregados, clientes, fornecedores, bancos e indirectamente na sociedade civil em geral. O número de sociedades, em Portugal, tem vindo a diminuir nos últimos anos, dado o efeito da crise financeira e económica, assim como a percentagem do IRC pago pelas sociedades. No ano de 1999 o valor do IRC representava 16,8% do total dos impostos arrecadados, contudo, actualmente representa 13,4%. Em 2011 apresentaram a declaração de IRC, com referência ao ano de 2010, 456.042 sociedades comerciais, sendo que 130.472 situavam-se no distrito de Lisboa e 78.738 no distrito do Porto. Informação obtida junto da Direcção-Geral de Finanças, actual Autoridade Tributária. A Modelo 22 do IRC é a declaração onde é efectuada a liquidação do imposto sobre o rendimento das sociedades.

externo onde se inserem, e também no momento de gerir os recursos e da tomada de decisão, quer relativamente a investimentos ou a financiamentos, colocam os grupos empresariais, financeiros e não financeiros, nos primeiros níveis de atenção por parte das entidades governamentais e dos reguladores, dos organismos internacionais e do público em geral.

Todavia, os escândalos financeiros² e as suas consequências nefastas a nível individual e colectivo, quebras de confiança nos mercados perturbando o normal funcionamento, atribuem-se, na generalidade, à forma como são geridas as empresas. Um dos primeiros delitos de que há registo deu-se em 1720, no Reino Unido, com a compra, por parte dos investidores, de acções da empresa *The South Sea Company*³ a preços inflacionados e a consequente insolvência com a queda do mercado.

Actualmente, as empresas desenvolvem um elevado número de negócios que resultam na criação de organizações diversificadas e com substancial dimensão empresarial, os denominados grupos empresariais. Estes grupos tentam informar com segurança, transparência e credibilidade, os diferentes utilizadores da informação produzida, embora passem também a observar a forma como são geridos e a sua relação com os agentes internos e externos. Lizcano Álvarez (2013)⁴ considera que a *“transparência constitui o pilar básico da sociedade actual”* e deve *“desenvolver-se de forma ampla e permanente como elemento fundamental para se conseguir um nível mínimo de eficácia e eficiência económica e financeira”*. Para isso, é necessário estudar os mecanismos de controlo empresarial, garantindo como objectivo uma gestão responsável, eficaz e eficiente, para que a entidade crie valor, empregabilidade, obtenção de resultados positivos e garanta a sua continuidade.

² Em Portugal, o tratamento das questões relacionadas com o *“Governo das Sociedades”* não advém de situações idênticas ao que ocorreu nos EUA ou no Reino Unido, pelo que não existe assim, uma evolução da reflexão sobre esses assuntos determinada por crises ou escândalos financeiros, contudo será mais adequado situar o problema entre a *tradição*, Direito das Sociedades, e a *intenção*, Direito dos Valores Mobiliários.

³ A empresa foi criada em 1711, como uma parceria público-privada, com o propósito de consolidar e reduzir o custo da dívida nacional, detinha a exclusividade dos direitos de comércio na América do Sul espanhola, tendo os efeitos da *“crise”* ultrapassado os limites da empresa, pelo facto desta ter assumido parte da dívida pública em troca de acções. Na época a Grã-Bretanha estava envolvida na guerra da sucessão Espanhola e controle da Espanha América do Sul e não existia qualquer perspectiva realista de que o comércio teria lugar pelo que a empresa nunca realizou qualquer lucro significativo a partir do seu monopólio. Muitas pessoas ficaram arruinadas pelo colapso social e pela redução da economia nacional. Existiram montagens de esquemas efectuados pelos administradores e accionistas fundadores, envolvendo políticos para levar o público a comprar acções com base na expectativa de riqueza a criar no comércio, vide <http://translate.google.com/?hl=pt-PT&tab=wT>.

⁴ Jesús Lizcano Álvarez é membro da Real Academia de Ciencias Económicas e Financieras.

Segundo a EC, a informação financeira emitida pelos diferentes organismos, tem na essência um princípio basilar, a utilidade sob o qual se pretende transmitir ao mercado informação relevante, oportuna e fidedigna com o objectivo da tomada de decisão fundamentada, conquanto nos Códigos e regulamentos de “*Boas Práticas*” está subjacente o princípio de que a informação a divulgar deve assentar no primado da transparência e da responsabilidade.

Assim, é necessário que a informação seja completa, fidedigna, relevante, clara, objectiva e concisa e que os órgãos de administração, responsáveis pela divulgação da informação, sigam valores éticos como a honestidade, competência, integridade e profissionalismo e actuem com diligência, o que permitirá restabelecer a confiança dos mercados, aumentar o valor da empresa, criar riqueza e facilitar o acesso ao financiamento de capitais próprios e alheios, contribuindo para a continuidade dos negócios e desenvolvimento das actividades empresariais. Com efeito, os utilizadores necessitam de informação com qualidade, com o propósito de obter a “*imagem fiel da entidade*”, conhecer os dados chave relacionados com o desempenho da actividade empresarial e os aspectos mais relevantes sobre o “*Governo das Sociedades*”, tendo por finalidade a tomada de decisões fundamentadas. A este propósito realça-se que a informação deverá ser idêntica para todos, dando ênfase ao princípio da igualdade.

Deste modo, as organizações sentiram necessidade de adaptar as suas estruturas, sistemas de tomada de decisões e de melhorar a transparência e a credibilidade dos negócios, que envolvem as empresas, na comunicação com os seus accionistas, de forma a responderem às novas realidades e exigências que vêm surgindo no ambiente sócio-económico. Polo (2007) considera que as insolvências empresariais e respectivos escândalos financeiros, envolvendo diferentes entidades na Europa e nos EUA são consideradas as responsáveis pelo interesse na realização de pesquisas na área do “*Governo das Sociedades*”, para que venham a reganhar a confiança e a credibilidade do mercado, das instituições e dos investidores.

Numa tentativa de evitar a repetição de situações relacionadas com o desempenho dos administradores em actividades empresariais menos éticas ou restringir os seus efeitos, tem-se assistido à publicação de regulamentos e de códigos de boas

práticas em forma de “*Governo das Sociedades*” em vários países. Portugal não foi excepção a essa tendência, pelo que coube à CMVM⁵, na qualidade de regulador, o estudo e tratamento dessa área. É claro que, a diminuição do desempenho económico e financeiro das empresas, associado aos escândalos empresariais e consequentes insolvências, evidenciaram as fraquezas e deficiências existentes na praxis de gestão dos negócios e perda de confiança nos mercados financeiros, dando origem a alterações nas exigências legais impostas pelas entidades governamentais e pelos organismos reguladores. Para Vinten (1998) uma das situações que origina o interesse pelo estudo do “*Governo das Sociedades*” relaciona-se com abusos e fraudes económico-financeiras, muitas vezes à escala global, que conduziram a uma maior consciencialização das insuficiências quanto à existência de um “*Código de Boas Práticas*”, exigindo reformas.

De facto, a persistência de vários escândalos financeiros deu ênfase a problemas de agência e originou uma revisão dos códigos de governação empresarial, de que são exemplo: (i) o *Turnbull Report* (1999)⁶; (ii) o *Higgs Report* (2003)⁷; (iii) o *Smith Report* (2003)⁸; (iv) o *Combined Code* (2003)⁹ e (2005)¹⁰; (v) e o actual *UK Corporate Governance Code* (2014), no Reino Unido¹¹; (vi) a *Sarbanes-Oxley Act* (SEC, 2002), nos EUA; (vii) o Relatório *Aldama* (2003); (viii) a Lei da Transparência (2003) (2013); e (ix) a Lei relativa à Auditoria das Contas (2010), em Espanha que, para além de

⁵ O Código de Governo das Sociedades, em Portugal, emitido pela CMVM, data de 2007 e é composto por recomendações que deverão ser adoptadas pelas empresas cotadas.

⁶ Estabelecia as melhores práticas de controlo interno, para as empresas cotadas no Reino Unido, vide www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=129, acedido em Junho de 2007.

⁷ As recomendações incidem sobre o papel e a eficácia dos administradores não executivos e do conselho de auditoria, com o objectivo de melhorar e reforçar o Código, como resposta aos problemas suscitados pelo colapso da Enron, nos EUA. O Código defendia normas mais rigorosas e criteriosas para a composição do CA e avaliação dos administradores independentes, vide www.icaew.com/en/library/subjectgateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

⁸ O Relatório apresentava preocupações relacionadas com a independência do relato financeiro e deu origem ao *Combined Code* (2003). O Relatório foi substancialmente influenciado pela opinião da Comissão Europeia e apresentou como novidade o facto de que o auditor deveria analisar se a estrutura de governo da empresa fornecia garantias para preservar a sua própria independência, vide www.icaew.com/en/library/subjectgateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

⁹ Vide www.icaew.com/en/library/subjectgateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

¹⁰ Em Outubro de 2005, o *Financial Reporting Council* (FRC) emitiu uma versão actualizada da orientação quanto às práticas de controlo interno indicadas no *Turnbull Report*, sob o título “*Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*” e foi actualizado/substituído em Setembro de 2014, vide www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

¹¹ Vide www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

regulamentarem muitos dos aspectos dessa governação, nomeadamente questões relacionadas com o CA, funcionamento dos órgãos sociais, remunerações dos administradores, controlo interno, regulação e auto-regulação do mercado e auditoria das contas e da informação financeira, passaram a exigir um maior rigor dos mecanismos de gestão de risco, bem como a sua divulgação.

Alguns dos motivos que geraram constrangimentos levaram à existência de regulamentação no âmbito do “*Governo das Sociedades*”, com o propósito de esclarecer os utilizadores da informação, nomeadamente os accionistas. Esses motivos estão relacionados com o risco de governação¹² e com princípios éticos, como a responsabilidade, competência, integridade e honestidade, tais como: (i) negociação em proveito próprio por parte dos administradores executivos; (ii) atribuição de compensações injustificadas; (iii) actuação ineficiente, embora honesta, sem ser questionada a sua manutenção; e (iv) comportamentos racionais que conduzem à subalternização dos interesses dos accionistas.

Segundo Hail *et al.* (2010a: 359) “... os administradores usam as informações para encobrir desempenhos económicos, nivelar resultados, ocultar passivos e ainda para atingir determinados objectivos...”. No entanto, os direitos circulam em volta do reconhecimento dos deveres morais e profissionais que recaem sobre os administradores. Veja-se o que sucedeu, no início dos anos 90, com a *Maxwell* (1991) no Reino Unido, e mais tarde com os casos da *Xerox* (2000), *Enron* (2001), *Worldcom* (2002) e *Merck* (2002), nos EUA, ou ainda a *Swissair* (2002), na Suíça, e *Parmalat* (2003), na Itália e, actualmente, com a *Pescanova* (2013) e *Gowex* (2014), em Espanha, *Espírito Santo Financial Group* (ESFG) (2014)¹³, no Luxemburgo, *BPN* (2008), *BPP* (2008) e recentemente o *BES* (2014) e o *GES* (2014), em Portugal. Por exemplo, no *GES* estava em causa o modelo de governação adoptado, conflitos de interesses, complexidade da sua estrutura, arquitectura e organização interna, estilo de liderança, gestão fortemente personalizada, ausência de segregação de funções, debilidades no sistema de controlo interno e níveis de capital excessivamente reduzidos.

¹² Acto de governar, dirigir, administrar (Costa *et al.*, 2001).

¹³ O ESFG tinha sede no Luxemburgo, embora fosse uma empresa cotada em Portugal, apresentava irregularidades contabilísticas.

Segundo Góis (2013a: 58) a insolvência das empresas americanas, como a *Enron* ou a *Worldcom*, mostrou as fragilidades do sistema financeiro e, especificamente, as debilidades do controlo exercido sobre a governação das sociedades. Aqueles acontecimentos mostraram que, apesar de todos os requisitos exigidos nos mercados financeiros, como os EUA, o relato financeiro apresentava fraquezas, permitindo manusear a informação, em função de determinados interesses.

Estes factos suscitam a necessidade de garantir uma maior qualidade da informação fornecida aos diferentes utilizadores, a qual apenas será alcançada com um modelo de governação que garanta a responsabilização e penalização dos administradores e o fornecimento de informação financeira rigorosa, transparente e com fiabilidade, nomeadamente no que concerne à assumpção de riscos e incertezas inerentes ao negócio, sua quantificação, natureza e tendências. Farinha (2003) refere que as razões que contribuíram para o interesse crescente do estudo sobre “*Governo das Sociedades*”, foram: (i) as revelações de importantes escândalos financeiros, de negócios mal sucedidos, a divulgação do pagamento de elevadas quantias aos administradores e, mais recentemente, o número elevado relativo à prática de fraudes contabilísticas; (ii) a adopção de medidas que impedem o êxito das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA)¹⁴; e (iii) a comparação dos sistemas de “*Governo das Sociedades*” dos vários países do mundo, especialmente entre os EUA, a Alemanha e o Japão. Na Alemanha o *Deutscher Corporate Governance Kodex* (2001)¹⁵, citado em Crespo Rodriguez (2005: 94) refere que em caso de OPA, os Membros do CA, objecto de aquisição, devem emitir obrigatoriamente uma opinião sobre a oferta, com o propósito dos accionistas tomarem uma decisão informada. Por outro lado, os membros do CA

¹⁴ Numa economia em que funciona o mercado de entidades cotadas, os administradores executivos de uma sociedade e o grupo de accionistas de controlo expõem-se ao perigo de uma OPA, que ofereça um melhor preço aos accionistas minoritários e mude os administradores do grupo de controlo.

¹⁵ O Código de Governo Societário na Alemanha funciona como uma medida de auto-regulação da economia e em 2009, o Código foi adaptado às alterações da Remuneração a atribuir ao Conselho de Administração (CA), embora existissem outras alterações como a obrigação do CA sobre os interesses da empresa, o respeito à diversidade na composição do CA, em especial, a participação de mulheres nos conselhos de supervisão, bem como a independência dos conselhos de remuneração. Em 2010, foram adoptadas novas mudanças significativas, que incluem a participação feminina no CA e no Conselho Fiscal e a profissionalização do Conselho Fiscal. Em 2011, a Comissão decidiu não introduzir alterações e em 2012, planeou uma clarificação da Recomendação sobre a independência dos membros do Conselho Fiscal. Em Maio de 2013, a Comissão decidiu introduzir alterações e tratou a remuneração do CA, nomeadamente a limitação relativa a partes variáveis. O objectivo do Código é manter a confiança na administração das empresas alemãs, reforçar o mercado de capitais e unificar e padronizar as medidas relativas ao cumprimento de um “*Bom Governo*”, embora se trate de recomendações.

não podem realizar transacções fora da actividade ordinária que concorram para o impedimento do êxito de uma OPA, salvo autorização do Conselho de Supervisão.

Porém, as questões em torno do “*Bom Governo*” resumem-se a um problema de agência, com a administração em certas situações a funcionar como agente de si própria em vez de agente dos investidores. Este comportamento foi revelado por Smith (1775b), que se referia a este tipo de relação, afirmando que as grandes empresas, nomeadamente sociedades com capital representado por acções, constituíam uma forma menos eficaz de organização económica devido à separação entre os dirigentes encarregados da administração e os proprietários “... *dos directores destas companhias, contudo, sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se espere que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu*” (Smith, 1775b: 362).

Também Berle *et al.* (1932) referem que a crise do capitalismo é provocada pelo aparecimento de uma forma de propriedade¹⁶ caracterizada pela separação dos órgãos encarregados das funções de administração e propriedade. Este estudo realça a existência de um amplo domínio das empresas americanas cujo capital está disperso entre pequenos investidores, mas cujo controlo pertence aos seus administradores. A este propósito, são assinalados problemas associados à separação entre a propriedade e a administração. Deste modo, os autores estudaram os conflitos de agência que ocorrem entre os proprietários, accionistas, administradores executivos, não executivos e independentes, decorrentes de interesses divergentes.

Na sequência das ideias precursoras de Smith (1775a e 1775b) e do trabalho desenvolvido por Berle *et al.* (1932), durante grande parte do século XX, a ideia vigente na investigação sobre “*Governo das Sociedades*”, nos EUA, assentava no pressuposto de que o capital da empresa estava amplamente disperso e que a administração era exercida por administradores profissionais que detinham uma reduzida participação, ou nula, no capital da empresa que geriam.

¹⁶ Para designar propriedade o latim utiliza dois termos com significado distinto: *dominium* – senhorio sobre os objectos materiais; e *proprietas* – peculiaridade que tal senhorio sobre determinado bem confere a determinado senhor, com exclusão de outros. Em virtude do *ius proprietatis*, pode o proprietário repelir quem quer que se queira apropriar do bem em questão, *in* Enciclopédia Luso-Brasileira de Cultura; Editorial Verbo: Lisboa, Vol. 15.

Similarmente, Fassin *et al.* (2011: 14) destacam “*o conflito de interesses entre os administradores executivos e o Conselho de Administração mas também com os accionistas minoritários*”. Segundo este autor os diferentes detentores da informação tendem a defender e a preocuparem-se apenas com os seus interesses.

Na actualidade, são os problemas de agência e de responsabilização dos administradores perante os investidores e outras partes interessadas, em particular, e face à sociedade onde a organização opera, no geral, as delegações de competências e, fundamentalmente, as questões éticas que se colocam com grande acuidade nos relacionamentos típicos da vida organizacional e que renovam a importância dos assuntos expostos em termos de governo. De facto, a importância do “*Governo das Sociedades*” não advém apenas dos recentes escândalos financeiros, mas sobretudo da atenção que ao tema é dedicado pelas entidades reguladoras, bem como da forma como o mesmo é percebido pelo mercado. Assim, numa pesquisa desenvolvida pela consultora *McKinsey* (2002), uma das principais conclusões é de que no momento da avaliação das decisões de investimento, os investidores institucionais colocam as questões do governo ao mesmo nível dos indicadores financeiros.

Becht *et al.* (2002) e (2005) sustentam que existe um problema de governação sempre que um accionista pretende exercer um controlo distinto do administrador executivo e que nas duas últimas décadas o “*Governo das Sociedades*” tem-se tornado um tema central para as empresas, resultado, sobretudo dos seguintes fenómenos globais: (i) movimento de privatizações; (ii) reformas dos fundos de pensões; (iii) crescimento da poupança privada; e (iv) desregulamentação e integração dos mercados de capitais. Estas situações originam conflitos de interesses entre os vários detentores dos direitos empresariais criando problemas de acção colectiva entre os diferentes intervenientes. Neste âmbito, a preocupação com o “*Governo das Sociedades*” tem sido particularmente notória nos últimos 20-30 anos. *A presença de um sistema eficaz de governo das sociedades, tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Daí resultam custos inferiores na captação de capitais, que incentivam as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz, viabilizando assim um crescimento sustentável* (OCDE, 2004: 11).

1.2 – O GOVERNO DAS SOCIEDADES

1.2.1 – *Conceito e Definições*

A expressão “*Governo das Sociedades*” é recente, surgiu nos finais do Século XX e princípios do Século XXI e emergiu da tradução da expressão anglo-saxónica “*Corporate Governance*”, apesar de não ser consensual e se adoptarem outras designações alternativas como “*Governo Societário*”, “*Governança*” ou “*Governo Corporativo*”.

Em Portugal, o Título I, Capítulo V – Administração e Fiscalização, artigo 64.º, “*Deveres Fundamentais*”, do CSC indica que:

1 – *Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar:*

- a) *Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e*
- b) *Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.*

2 – *Os titulares de órgãos sociais com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade.*

Conquanto, a Lei das Sociedades Comerciais Espanhola, artigo 225.º – “*Deveres Gerais de Diligência*”, é mais completa relativamente à lei portuguesa ao indicar que os administradores deverão: (i) desempenhar o cargo e cumprir os deveres impostos pelas leis e estatutos com a diligência de um ordenado empresário, tendo em conta a natureza do cargo e as funções atribuídas a cada um deles; (ii) ter a dedicação adequada e adoptarem as medidas para uma boa direcção e controlo da sociedade; e (iii) no desempenho das suas funções exigir o direito de obterem informação adequada e necessária para cumprir as suas obrigações.

A Directiva 2006/46/CE, publicada em 2006, introduziu a obrigatoriedade de publicar um Relatório Anual de Governo das Sociedades, como capítulo específico e claramente identificado do Relatório da Gestão, para as empresas com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados e sediados na UE.

Na teoria de Crespo Domínguez (2010: 18) Governo das Sociedades “... *são os mecanismos, processos e procedimentos implementados numa sociedade com o propósito de cumprir com as práticas de Bom Governo*” e, segundo a lei, o relatório sobre o Governo da Sociedade deve incluir: (i) informação sobre a forma como se governa a sociedade; e (ii) avaliação sobre os riscos assumidos na tomada de decisões e a opinião acerca dos mesmos. O autor refere-se à forma de Governo num contexto em que a propriedade das mesmas está partilhada ou dissociada da administração. Desta forma, aborda-se, ainda que indirectamente, o problema de agência (Berle *et al.*, 1932; Fassin *et al.*, 2011; Jensen *et al.*, 1976 e Smith, 1775b).

Realmente, o “*Governo das Sociedades*” compreende todos os mecanismos relativos à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, através: (i) da definição de actividades económicas a desenvolver; (ii) da organização operacional dessas actividades; (iii) da tomada de decisão de financiamento dos respectivos investimentos; (iv) do retorno dos recursos investidos e remissão aos seus proprietários; e (v) da remuneração sob a forma de dividendos.

No entanto, há uma grande diversidade de definições, mas todas sublinham a necessidade de implementação de procedimentos e a compatibilização entre administradores executivos, auditores e accionistas. De facto, o conceito clássico de governo entendido como acção ou efeito de mandar com autoridade ou de dirigir com arte uma comunidade, permite retomar a ideia de empresa como uma sociedade de pessoas e não apenas como uma sociedade de capitais. A imagem de “*Governo*” permite aproximar a actividade empresarial dos mais nobres objectivos da actividade política, entendida como a arte de governar que precisa do talento dos seus intervenientes e, por isso não se deve ser reduzida a mera técnica de gestão (Moreira *et al.*, 2004: 3). Para Weiss (1978), citado em Evan (1993), o Governo das Sociedades refere-se à estrutura de autoridade e de tomada de decisão de uma organização.

O Relatório *Cadbury* (1992: 2.5)¹⁷ surgiu como resposta aos grandes escândalos empresariais, associados a falhas de governo no Reino Unido e tratava matérias relacionadas com a gestão societária, nomeadamente na área de auditoria e finanças constituindo o núcleo central, definindo pela primeira vez na Europa “*Corporate Governance*”, como “... o sistema pelo qual as organizações são dirigidas e controladas, sendo o CA o responsável pelo exercício desta função. A sua estrutura específica, a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes da empresa, concretamente: (i) o CA; (ii) os administradores executivos; (iii) os accionistas; e (iv) outros intervenientes que ditam as regras e os procedimentos para a tomada de decisão na gestão da empresa. Desta forma fornece a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objectivos e as formas de atingir e monitorizar o seu desempenho” e, de acordo com o disposto no ponto 3.2, fundamenta-se em princípios éticos como a responsabilidade, a transparência e a integridade. O relatório também chamava a atenção para os problemas associados à concentração do poder numa só pessoa e suscitou o debate das funções e incompatibilidades entre o Presidente do CA ou *Chairman* e o *Chief Executive Officer* ou Presidente do Conselho Executivo (CEO), para além de referir a necessidade de incluir a presença de administradores não executivos e independentes no CA, bem como uma comissão de auditoria, com a finalidade de transmitir ao mercado confiança assente numa informação mais transparente, compreensível e equilibrada.

Segundo Cannon (1994) o governo de uma sociedade “*é a soma das actividades que compõe a regulação interna em conformidade com as obrigações legais, a propriedade e o controlo*”, enquanto Parkinson (1995) entende o governo das sociedades como “*o processo de supervisão e controlo destinado a garantir que a gestão da empresa age de acordo com os interesses dos accionistas*” (Solomon, 2010: 13 e Feizizadeh, 2012: 3354). A AECA (2004: 47-48) entende como “... *a forma como as empresas estão organizadas e são dirigidas e controladas*”, corroborando o conceito indicado no Relatório *Cadbury* (1992: 2.5). Shleifer *et al.* (1997: 738) consideram que o

¹⁷ A comissão foi presidida por *Sir Adrian Cadbury* e tinha como missão de rever os aspectos de “*Corporate Governance*” relacionados com relatórios financeiros e prestação de contas. O relatório final “*The Financial Aspects of Corporate Governance*” (normalmente conhecido como Relatório *Cadbury*) foi publicado em Dezembro de 1992 e continha uma série de recomendações com o propósito de elevar os padrões de Governo Societário.

“*Governo das Sociedades*” trabalha as formas pelas quais os investidores e financiadores de recursos financeiros tentam assegurar o retorno dos seus investimentos, definindo os mecanismos “... *como regras institucionais legais e económicas, que podem ser alteradas através de um processo político, sendo esse conjunto de mecanismos vital para equilibrar a relação entre administradores e accionistas, decorrente da tentativa de resolução do problema de agência*”. Segundo a CMVM (1999: 1) “*é um sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades...*”, definição ainda hoje assumida. Mathiesen (2002: 35) defende que “*é o campo das ciências empresariais que investiga a forma de motivar os administradores de maneira a tornar as empresas eficientes e eficazes utilizando mecanismos de incentivo, tais como os contratos, padrões organizacionais e mesmo legislação adequada, muitas vezes limitado à questão menor de melhorar o desempenho financeiro, apenas para que accionistas maioritários motivem os administradores a apresentarem uma taxa de retorno competitiva*”.

A OCDE (2004: 11) desenvolve um pouco mais o conceito de “*Governo das Sociedades*” ao indicar que “*envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros agentes com interesses relevantes e ... estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos*”, acrescenta que “*um bom governo deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz*” e ainda que “*é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económico, bem como no reforço da confiança do investidor*”. Para Silva *et al.* (2006b: 12) “*é o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, interna e externa, com a finalidade de assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, actividades e relações contratuais consentâneas com os fins últimos para que foi criada e mantenha as responsabilidades sociais inerentes à sua existência*”. Juridicamente é entendido como “*o conjunto das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e*

interrogações respeitantes à administração e ao controlo ou fiscalização das sociedades” (Abreu, 2010: 7).

De facto, por “*Governo das Sociedades*” entende-se o modelo pelo qual as organizações são directamente geridas e controladas, e no essencial, relevam a estrutura específica, a distribuição dos direitos e das responsabilidades inerentes aos diferentes órgãos, tais como: (i) administradores executivos e não executivos; (ii) accionistas; e (iii) outros agentes intervenientes. Tem como principais atributos a transparência e a responsabilidade e deve contemplar mecanismos que induzam a uma eficiente, eficaz e útil afectação dos recursos que exijam o comprometimento pelo modo como são utilizados.

Embora existam definições alternativas de “*Governo das Sociedades*”, atendendo às diferentes forma de abordagem, a definição mais utilizada é a que consta no Relatório *Cadbury* (1992: §2.5) como, anteriormente foi referido, caso do Livro Verde emitido pela Comissão Europeia, em 5 de Abril de 2011, sobre “*O Quadro da UE do Governo das Sociedades*” que também considera essencial que “... *as empresas europeias se comportem com a máxima responsabilidade, tanto para os seus empregados como para os accionistas e perante a sociedade em geral... são elementos fundamentais para construir a confiança das pessoas no mercado único. As empresas bem geridas e sustentáveis estão em melhores condições para contribuir para as ambiciosas metas de crescimento estabelecidas e para a competitividade das empresas europeias*”¹⁸ (Comissão Europeia, 2011: 2-3)¹⁹. Deste modo, verifica-se que está implícito na evolução das diferentes definições o conceito atribuído por McGuire (1963: 149) em que uma entidade não deve limitar-se apenas a respeitar obrigações legais e económicas, mas também a responsabilizar-se perante a sociedade civil e a contribuir

¹⁸ Consulta sobre “*Revelação da Informação Financeira para as Empresas*”, terminou em Janeiro de 2011. Vide http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2010/non-financial_reporting_en.htm, acedido em Dezembro de 2010.

¹⁹ Comunicação da Comissão Europeia ao Parlamento Europeu, ao Conselho, à Comissão Económica e Social Europeu e à Comissão das Regiões – Haja uma Acta do Mercado Único. Por uma Economia Social de Mercado Altamente Competitiva. COM (2010) 608 final/2, Pág. 30, in Livro Verde da Comissão; Bruxelles: Abril de 2011.

para um desenvolvimento económico sustentável (WBCSD – *World Business Council for Sustainable Development*, 2001: 3)²⁰ e (Comissão Europeia, 2011: 7).

Também, o comunicado emitido em Setembro de 2009, pelos Ministros da Economia e Governadores dos Bancos Centrais do G20, atribui a máxima relevância à necessidade de impor atitudes que garantam um “*crescimento sustentável e um sistema financeiro internacional mais forte*” (Bacigalupo Saggese, 2014).

Embora se conclua que não haja uma definição universalmente aceite face à abrangência e complexidade do conceito, emergem alguns pontos comuns nos diversos autores o que leva ao aparecimento de um conjunto de princípios, que devem servir de orientação aos diferentes sistemas de governo. Todavia, as definições apresentadas surgem associadas à perspectiva da temática da agência, que ocorre quando existem conflitos de interesses entre accionistas, administradores executivos, credores e trabalhadores de uma entidade, resultante da separação entre a propriedade e o controlo. A questão fundamental emerge do facto dos administradores disporem de um elevado grau de arbitrariedade na tomada de decisões, dada a dificuldade de controlo da equipa executiva, pelos accionistas, decorrente da dispersão do capital. Em suma, as definições de governo das sociedades assentam na problemática da separação entre propriedade e controlo.

1.2.2 – Os Princípios de Governo das Sociedades

As crises financeiras na Ásia, e noutras regiões do globo, verificadas em 1997 e 1998, permitiram tornar claro, para a generalidade dos países, a razão pela qual, hoje em dia, são tão importantes para a confiança dos investidores e para o desempenho das economias nacionais, o tratamento de assuntos como a transparência e informação financeira credível no “*Governo das Sociedades*” e que permite às organizações obter determinadas vantagens, designadamente: (i) possibilitar a utilização do capital de forma mais eficaz e eficiente; (ii) assegurar que tenham em consideração os interesses

²⁰ O WBCSD é uma organização única porque o seu trabalho é desenvolvido e amplamente testado pelos seus membros. O programa de trabalho é abrangente e permite cobrir todos os aspectos do desenvolvimento sustentável no mundo dos negócios. Para lidar com todas as questões, o programa de trabalho é dividido em áreas de foco, projectos do sector, soluções de sistemas e capacidade, vide www.wbcsd.org/home.aspx, acedido em Junho de 2012.

de um amplo número de agentes, nos quais se incluem as comunidades onde operam; (iii) clarificar as responsabilidades do CA para com a entidade e os seus accionistas; e (iv) ajudar a garantir que operem em benefício da comunidade, a manter a confiança dos investidores nacionais e estrangeiros e a atrair recursos financeiros estáveis de longo prazo.

Para Lizcano Álvarez (2015) a transparência é considerada como um elemento essencial de um Governo das Sociedades responsável, que conduza a alocação dos recursos a uma maior eficácia e eficiência e a melhores perspectivas de crescimento económico geral. De facto, a informação disponível deve ser suficiente para que os diferentes utilizadores possam avaliar se os procedimentos seguidos pelos administradores estão em consonância com o mandato outorgado. Realça-se que os administradores têm o dever de agir de forma visível, previsível e compreensível.

O crescente movimento de internacionalização originou uma forte pressão sobre diferentes formas de regulamentação das actividades económicas das empresas, especialmente ao nível dos mercados de capitais e financeiros. Realmente, as entidades de maior sucesso reconhecem que a ética empresarial e a importância atribuída aos aspectos de interesse social e ambiental das comunidades, nas quais operam, tem um forte impacto na reputação da organização a longo prazo. A competitividade e o êxito são o resultado final de um trabalho de equipa, onde se incluem também as contribuições dos trabalhadores e outros agentes.

Guillén (2000) afirma que o “*Governo das Sociedades*” tem um papel crucial na organização de uma estrutura para a divisão do trabalho e obtenção de melhores resultados na empresa. Um governo que funcione bem, contribui para a eficiência e eficácia económica e para a equidade social, enquanto uma estrutura mal concebida causa danos na economia por falta de alocação de recursos ou por falhar a verificação do potencial comportamento oportunista dos agentes. Segundo Crowther *et al.* (2011), os diferentes códigos de Governo das Sociedades identificam um conjunto de oito princípios transversais, a saber: (i) transparência, o acesso à informação de forma directa e não condicionada, respeitando, nomeadamente os objectivos, missão e visão, responsabilidades, regras e procedimentos que são considerados essenciais para os

utilizadores internos e externos, na tomada de decisão (Huse, 2005 e Page, 2005); (ii) Estado de Direito, um bom sistema de *Governo* pressupõe um conjunto de regras de funcionamento, orientadas para a protecção dos interesses de todos os investidores, com enfoque na protecção dos accionistas minoritários, de forma transparente (Dunlop, 1999); (iii) participação, o direito e/ou permissão de participar nas decisões das organizações, através da expressão de opinião é um dos marcos de um bom governo; (iv) capacidade de resposta, implica que os regulamentos e processos de governo societário estejam definidos de forma a satisfazer todos os utilizadores da informação, incluindo os investidores, em tempo útil e encontra-se imbuída no princípio da transparência e da participação; (v) igualdade, todos os investidores deverão ter a percepção de que são tratados de forma igual, independentemente da percentagem de participação societária, assegurando-se que todas os pareceres são tidos em conta nas decisões; (vi) eficiência e eficácia, a redução dos gastos (eficiência), associada ao alcançar dos objectivos (eficácia), são pontos essenciais no uso sustentável dos recursos limitados à disposição das organizações (Tricker, 1995; Kendall, 1999 e Jamali *et al.*, 2008); (vii) sustentabilidade, existência de uma perspectiva de longo prazo, no alcançar os objectivos de forma sustentável, face à tendência do aumento dos gastos operacionais das organizações, destacando-se a necessidade do uso de recursos reutilizáveis (Keasey *et al.*, 1997; e (viii) *accountability* / Responsabilização, preocupação com o reconhecimento e o assumir de responsabilidades pelos efeitos das actuações que afectam os utilizadores da informação (Keasey *et al.*, 1997; Huse, 2005; Tricker, 1995 e Jamali *et al.*, 2008).

A nível dos organismos internacionais, a questão do “*Governo das Sociedades*” também tem merecido especial atenção, designadamente por parte da OCDE, que em 1999 publicou os Princípios de Governo das Sociedades, objecto de uma revisão profunda, em 2004, com o propósito de tomar em consideração a evolução e experiência acumulada nos Estados-Membros da OCDE e países terceiros, uma vez que os decisores políticos estavam mais cientes do contributo que o “... *bom governo das sociedades dá à estabilidade dos mercados financeiros, ao investimento e ao crescimento económico*” (OCDE, 2004: 3). Os princípios da OCDE sobre “*Governo das Sociedades*”, apesar de serem normas não vinculativas sob a forma de orientações, representam a primeira

iniciativa ao nível das organizações intergovernamentais para a definição de elementos base de um regime de “*Bom Governo*”, passaram a ser tidos em conta como boas práticas no desenvolvimento de iniciativas de “*Governo das Sociedades*” e foram adoptados por uma multiplicidade de países, sendo uma referência internacional para os investidores na elaboração de “*Códigos de Bom Governo*” (Silva *et al.*, 2006b). Os princípios também ajudam como referência no momento de definir e melhorar as normas e regulamentos para o estabelecimento da estrutura e controlo do “*Governo das Sociedades*”.

Os princípios (OCDE, 2004) cobrem seis temas principais, nomeadamente: (i) enquadramento legal e institucional do “*Governo das Sociedades*”, promoção de mercados transparentes e eficientes, com observância da legalidade e a atribuição de responsabilidades entre autoridades de supervisão e regulação; (ii) direitos dos accionistas e funções relativas ao seu exercício, protecção do exercício de direitos dos accionistas, sobretudo quanto ao acesso a informação relevante e atempada, participação e votação nas assembleias gerais, eleição dos membros da administração, emissão de opinião sobre a política de remuneração dos administradores e compensações; (iii) assegurar o tratamento equitativo dos accionistas, incluindo os minoritários e os estrangeiros, garantindo que todos têm os mesmos direitos; (iv) papel dos utilizadores da informação no “*Governo das Sociedades*”, ter em consideração os direitos legais e contratuais dos utilizadores da informação, encorajando a cooperação dos mesmos de forma a otimizar o desempenho da empresa, de acordo com as finalidades definidas; (v) divulgação de informação e transparência, garantir a divulgação tempestiva e objectiva de todas as informações relevantes para a sociedade, principalmente informação financeira, desempenho, participações sociais e governo, seguindo rigorosamente as disposições legais, como normas contabilísticas, avaliação por auditores independentes e pareceres de analistas; e (vi) responsabilidade do órgão de administração, acompanhamento e fiscalização eficaz da gestão pelo órgão de administração, garantindo a gestão estratégica de forma independente, ajuizando e responsabilizando objectivamente os administradores perante os accionistas.

Se bem que exista uma multiplicidade de factores que perturbam o Governo e o processo de decisão das empresas e que são importantes para o seu sucesso a longo

prazo, os Princípios incidem sobre problemas de Governo que resultam da separação entre a propriedade e o controlo. Contudo, não se trata simplesmente de uma questão de relação entre accionistas e gestores, embora tal constitua, de facto, a componente central (OCDE, 2004: 12). De acordo, com a Figura II.1, verifica-se a existência de relações com auditores e organismos de supervisão e a preocupação por questões organizacionais, de forma a garantir a transparência e a credibilidade da informação perante utilizadores e mercados de capitais.

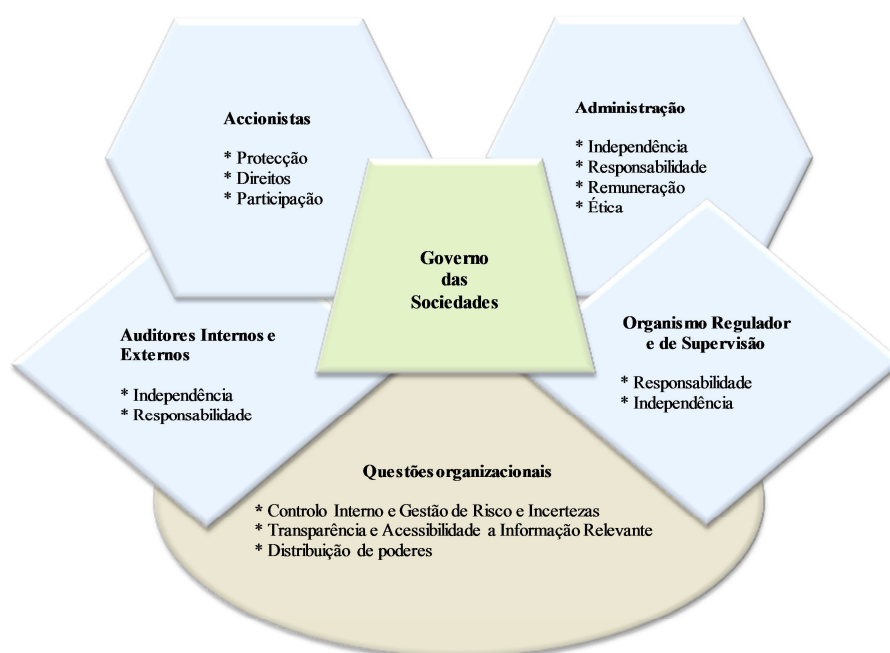


Figura II.1: A Relação entre o Governo das Sociedades e a Preparação e Divulgação da Informação
Fonte: Elaboração Própria

Porém, consta do Preâmbulo que “os Princípios aplicam-se essencialmente às sociedades de capital aberto ao público, tanto financeiras como não financeiras” e que “um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz” (OCDE, 2004: 11). Segundo Abreu (2010: 11) os princípios da OCDE estenderam-se pelos países da UE, devido a factores como a necessidade de reagir e/ou prevenir escândalos financeiros devidos à má governação, mas também pela globalização e liberalização dos mercados de capitais.

Como exemplo a apontar, seguindo a linha de pensamento, o Relatório *Aldama* (2003), em Espanha, baseia-se em três princípios fundamentais: (i) transparência, porque é necessário assegurar que se transmita ao mercado toda a informação relevante para os investidores, que a mesma seja completa, correcta e verídica e disponibilizada de forma simétrica, equitativa e em tempo útil; (ii) lealdade, para que haja protecção dos investidores é necessário insistir em determinados deveres e responsabilidades que reforcem a segurança de situações onde seja possível a existência de conflitos de interesses por parte de quem tem influência na gestão, execução e tomada de decisões; e (iii) liberdade, dentro dos princípios anteriormente enunciados cada empresa tem autonomia para abordar a aplicação prática dentro da sua estrutura regulamentar (Crespo Rodríguez, 2005: 111).

Quanto à transparência da informação, aponta-se como papel fundamental do “*Governo das Sociedades*” a tomada de decisões sobre o tipo de informação, interna e externa, que se deve publicar, a sua oportunidade, credibilidade e forma de comunicação apropriada destacando o papel da transparência como o regente do “*Bom Governo*” dos mercados nacionais e internacionais (Blanco Dopico *et al.*, 2009: 76). Bushman *et al.* (2003: 66) e (2004: 207) caracterizam transparência como a “*disponibilidade de informação relevante e fiável acerca do desempenho periódico, da posição financeira, das oportunidades de investimento, o governo corporativo, o valor, o risco da sociedade e o grau de incerteza assumidos*” ou a “*disponibilidade de informação específica por parte de uma empresa aos utilizadores externos*”, sendo possível distinguir entre o que se denomina “*transparência financeira*” e “*transparência corporativa*”. De facto, a “*Transparência Financeira*” refere-se à “*disponibilidade de informação financeira aos diferentes utilizadores da informação, como resultado da divulgação, interpretação disseminação da informação financeira das organizações, efectuada pelos analistas financeiros e pelos meios de comunicação*” enquanto a “*transparência corporativa*” refere-se à “*intensidade das divulgações do Governo das Sociedades, utilizadas pelos investidores externos, relativas à identidade dos administradores executivos, administradores não executivos e sócios maioritários, assim como à remuneração dos mesmos*” (Bushman *et al.*, 2004: 219-220).

Convém relevar que segundo o Livro Verde (Comissão Europeia, 2011: 5) o termo “*Administradores não Executivos*” inclui os membros do conselho de supervisão perante uma estrutura dual e faz o enquadramento do “*Governo das Sociedades*”, com base no princípio de que os accionistas estabelecem contactos com as empresas e responsabilizam a administração pelo respectivo desempenho (Comissão Europeia, 2011: 3). No entanto, há indicações de que a maior parte dos accionistas é passiva e normalmente se interessa apenas por ganhos a curto prazo. Parece, pois, oportuno considerar a possibilidade de mais accionistas serem estimulados a interessar-se por um retorno sustentável e pelo desempenho a longo prazo, bem como formas de os incentivar a serem mais activos em matéria de “*Governo das Sociedades*”. Além disso, em diferentes estruturas de participação existem outras questões, como a protecção dos accionistas minoritários.

Assim sendo, os Princípios de Base para um “*Bom Governo*” devem complementar uma abordagem mais ampla do funcionamento do sistema de controlo e equilíbrio. Há outros aspectos relevantes que influenciam os processos de decisão das empresas, como sejam as preocupações com os princípios éticos, a responsabilidade dos administradores, a boa fé e os deveres de diligência e de lealdade. Deste modo, os princípios e/ou as regras de governação têm como propósito respeitar os interesses de todos os accionistas, credores, empregados, clientes, em suma todos os utilizadores da informação. Então deve incorporar políticas de Governo, de modo a: (i) assegurar a equidade e alinhamento na defesa dos interesses da organização e de todos os envolvidos, directa ou indirectamente; (ii) garantir a transparência com o intuito de se obter informação clara e comparável sobre o desempenho da empresa e da administração; (iii) responsabilizar os administradores pelo incumprimento dos objectivos e pela violação das leis; (iv) não impedir a maximização do desempenho (*KPIs*)²¹; (v) respeitar a conformidade com normas internacionais; e (vi) ajustar-se à realidade do País onde opera.

²¹ Um Indicador-chave de desempenho (*Key Performance Indicator – KPI*) mede o nível de desempenho do processo, focando no “como” e indicando quão bem os processos de tecnologia da informação permitem que o objectivo seja alcançado. Os *KPIs* são “*veículos de comunicação*” pelo que permitem que os executivos de alto nível comuniquem a missão e visão da empresa aos mais baixos níveis hierárquicos, envolvendo directamente todos os colaboradores na realização dos objectivos estratégicos da empresa. Cabe aos altos executivos e às suas equipas, definirem quais serão os indicadores-chave de desempenho pois numa empresa podem existir diversos indicadores que de alguma forma apontam resultados e apoiam diagnósticos. Devem ser eleitos como *KPIs* apenas aqueles cuja meta seja capaz de

Também é referido que um “*Bom Governo das Sociedades*” concorre para um crescimento sustentável, sendo considerado como um dos factores que contribui para o sucesso a longo prazo da empresa, com impacto a nível de: (i) ética empresarial; e (ii) preocupação com as questões ambientais e sociais da comunidade em que se insere, embora estes pontos não constituam objectivo de estudo no presente trabalho.

De facto é imprescindível que sejam tratadas, com ética e boa conduta, as decisões especialmente relevantes e que estão relacionadas com: (i) exercício de funções executivas e de supervisão; (ii) comunicação e informação; (iii) estratégia de negócio, controlo financeiro e de gestão e o controlo de risco; (iv) conflito de interesses; (v) nomeação dos membros da administração; (v) avaliação e compensação; e (vi) sustentabilidade e responsabilidade social.

Os organismos internacionais procuraram registar um conjunto de sugestões gerais, subordinadas ao fio condutor central de que importa não cercear nem a flexibilidade de ajustamento, essencial à competitividade das empresas, nem a responsabilidade dos Estados pelo estabelecimento dos parâmetros normativos e regulamentares por si próprios determinados, fundamental à função política, apesar de atribuírem expressamente um carácter evolutivo e ajustável às circunstâncias. É a partir dos Princípios da OCDE: (i) legalidade; (ii) igualdade; (iii) transparência; e (iv) *accountability* de carácter genérico e orientador, que se vão disseminando reflexões mais ou menos localizadas.

Neste sentido, não existe um modelo único de “*Bom Governo*” e não está definido com carácter de obrigatoriedade um conjunto de normas a cumprir, servindo estes princípios como linhas orientadoras para alcançar uma melhor governação. Porém, para garantir um enquadramento eficaz do “*Governo das Sociedades*”, é necessário estabelecer uma base jurídica²², regulamentar e institucional adequada e eficaz em que

alinhar a empresa com a sua visão e objectivos estratégicos. Um método constantemente aplicado em organizações para a escolha dos indicadores chaves de desempenho é o *Balanced Scorecard*. Os KPIs, quando são compatíveis e se encontram disponíveis, permitem a comparação dos desempenhos entre empresas. As empresas de melhor desempenho podem servir de *Benchmark* para outras que desejem estar alinhadas com as melhores práticas no mercado. Assim, os KPIs consistem em indicadores económicos e financeiros definidos com base no orçamento e no desempenho de cada unidade de negócio.

²² Os requisitos e práticas do “*Governo das Sociedades*” são normalmente influenciados por várias áreas do direito, como o direito comercial, a regulamentação dos valores mobiliários, as normas de contabilidade e de auditoria, a legislação sobre insolvência, o direito dos contratos, direito do trabalho e direito fiscal.

todos os intervenientes no mercado possam confiar nas suas relações contratuais privadas e que habitualmente compreende a componente legislativa, regulamentar, acordos de auto-regulamentação, compromissos voluntários e práticas empresariais que resultam de circunstâncias específicas, como história, cultura e tradição de um País (OCDE, 2004: 29).

1.2.3 – Regulamentação e Recomendações

Convém referir que os “*Códigos de Bom Governo*” têm como objectivo fundamental melhorar o funcionamento das empresas, interna e externamente²³, procurando eficiência, transparência e responsabilidade perante a sociedade e os seus integrantes. De facto, os *Códigos de “Governo das Sociedades”* definem-se, em sentido amplo, como conjuntos sistematizados de normas de natureza recomendatória. Apesar de se tratar de normas sociais não jurídicas, as normas constantes nos códigos de governo desempenham um papel influente na condução dos destinos das organizações e na motivação pessoal dos titulares de órgãos sociais e dos accionistas na tomada de decisões ligadas à condução da actividade empresarial (Câmara, 2002: 65-66).

Silva *et al.* (2006b: 42-43) referem que embora os códigos tenham efeitos positivos junto das empresas e investidores, porque estimulam a adopção de padrões de bom governo e antecipam normas com força legal, a verdade é que as decisões relativas à escolha dos mercados de investimento não dependem tanto da existência de códigos de governo e das diferenças entre eles, mas de considerações sobre a liquidez dos mercados e os condicionalismos das leis aplicáveis localmente às sociedades.

No entanto, o enquadramento do “*Governo das Sociedades*” depende da envolvente legislativa, regulamentar e institucional apesar da necessidade elementar de promover a ética empresarial²⁴ e sensibilização das sociedades, em relação aos

²³ Quanto à organização, as teorias europeias analisam o tema na vertente da estrutura orgânica interna das entidades, enquanto as teorias anglo-saxónicas observam os controlos societários externos que basicamente se reflectem nos mercados. Assim, uns centram-se na melhoria funcional do CA e outros propiciam uma melhoria integral, tratando de inculcar um verdadeiro conteúdo ético dos comportamentos empresariais. De facto, o “*Bom Governo*” deve estabelecer um balanço entre os objectivos económicos e sociais e entre os objectivos individuais e colectivos, promover o uso eficiente dos recursos assim como a apresentação e publicação das contas para a utilização dos mesmos.

²⁴ O principal contributo da ética para a vida económica e empresarial não é tanto evitar o mal, mas ajudar a fazer mais e melhor e que não deve limitar-se aos objectivos intrínsecos da organização, já que se deve ter em conta outros interesses que obrigam à integração da empresa num ambiente mais vasto, com mais transparência, rigor, responsabilidade e respeito pelas regras de boa conduta.

interesses ambientais e sociais da comunidade em que a empresa se insere. Também afectam a reputação e o sucesso a longo prazo, embora constituam apenas uma parte de um contexto económico mais lato, no qual as empresas se inserem e que inclui, por exemplo, políticas macroeconómicas, grau de concorrência nos mercados de factores de produção, informação e auditoria, gestão e controlo.

Em algumas jurisdições, os problemas relativos ao “*Governo das Sociedades*” têm origem no poder exercido por determinados accionistas dominantes sobre os accionistas minoritários. Noutros países, como por exemplo a Alemanha, os trabalhadores possuem importantes direitos à face da lei, independentemente da sua participação no capital da sociedade. Contudo, não se trata simplesmente de uma questão de relação entre accionistas e administradores, embora tal constitua a componente central. Os Códigos de “*Bom Governo*” surgem como um mecanismo de protecção aos direitos dos accionistas minoritários e outros interessados, directa ou indirectamente, e como garantia de que estes não serão defraudados da sua riqueza pelos administradores ou accionistas majoritários. Para isso, devem basicamente estar suportados em três pilares centrais: (i) auto-regulação da empresa; (ii) reconhecimento dos direitos dos proprietários e a protecção dos minoritários; e (iii) o relacionamento com os utilizadores da informação.

Como exemplo, apresenta-se a questão relativa à falta de acordo, existente, quanto ao preço unitário atribuído às acções dos accionistas minoritários na OPA lançada pela *Damn*²⁵, em Espanha. Segundo os accionistas minoritários o relatório da UBS, para a análise do preço a atribuir por cada acção, está imbuído de imprecisões técnicas e metodologias inconsistentes relevantes utilizadas na avaliação de determinadas hipóteses, como a taxa de custo de financiamento e a projecção do negócio e ganhos futuros, para além da alteração da percentagem do valor do capital, o que provoca uma subavaliação dessas acções.

Em 1987 foi publicado, nos EUA, o primeiro trabalho designado por Relatório *Treadway*²⁶, o qual divulgou onze recomendações para ampliar de forma efectiva o

²⁵ Vide www.expansion.com, notícia publicada em 28 de Janeiro de 2015, “*Minoritarios de Damn Piden Elevar la OPA a 8,50 euros*”, acedido em Janeiro de 2015.

²⁶ Este relatório contribuiu com notáveis melhorias para o desenvolvimento da auditoria.

papel e o trabalho das Comissões de Auditoria, que eram o elemento base de suporte do “*Corporate Financial Governance*”. Uma das recomendações relacionava-se com o facto de que as Comissões de Auditoria deveriam estar bem informadas, vigilantes e inspeccionar de forma efectiva o processo de informação financeira, o seu sistema de controlo interno, bem como os processos de informação trimestral e anual. Cabia, também, à Comissão de Auditoria o dever de rever o programa de gestão estabelecido para avaliar a conformidade com os códigos de ética da entidade. Quanto à administração, tinha por obrigação informar da procura de outras opiniões em assuntos contabilísticos relevantes. Em 1992, como resposta às recomendações da *Treadway Commission* (1987), foi desenvolvido pelo *Committee of Sponsoring Organizations* (COSO)²⁷, um estudo designado por “*Internal Control – Integrated Approach*” onde se previa uma definição que servia as necessidades de todas as partes interessadas, nomeadamente a administração, comissão de auditoria, auditores internos, auditores independentes, legisladores e organismos reguladores, bem como definia um padrão, através do qual as organizações podiam avaliar os seus sistemas de controlo e determinar a melhor forma de os aperfeiçoar. O Relatório *Treadway* (1987) tal como o Relatório COSO (1992) estavam muito direccionados para o processo financeiro: (i) gestão; (ii) comissões de auditoria; e (iii) auditores internos e externos. O Relatório COSO (1992), apesar de focar o processo de controlo interno, contém alguns componentes básicos como a descrição dos elementos mínimos a divulgar a respeito das políticas de controlo e gestão de riscos.

Um Governo das Sociedades de alta qualidade ajuda a sustentar o desempenho empresarial a longo prazo. De facto, o Reino Unido tem sido pioneiro na divulgação das melhores práticas de governação e tem apresentado comentários e recomendações com elevados índices de qualidade. Isto justifica o interesse de novos investimentos e o consequente desenvolvimento do mercado de capitais. A Recomendação de boas práticas abrange temas como a composição do CA e a sua eficácia, o papel das

²⁷ O COSO é uma organização americana não-governamental cujo objectivo é promover a qualidade dos relatórios financeiros por meio de uma gestão ética, de controlo interno efectivo e de “*Bom Governo*” e é formado por representantes da *American Accounting Association* (AAA), *American Institute of Certified Public Accounting* (AICPA), *Financial Executives Institute* (FEI), *Institute of Management Accountants* (IMA) e pelo *Institute of Internal Auditors* (IIA).

Comissões relacionadas com a gestão de riscos, remuneração e as relações com os accionistas.

As empresas cotadas no Reino Unido têm necessariamente de cumprir as disposições indicadas no Código de Conduta previsto no *Financial Conduct Authority* (FCA) ou explicar aos investidores, no relatório anual, a razão pela qual não o fizeram. Porém, se os accionistas não estiverem satisfeitos com o compromisso da entidade e se a explicação não for satisfatória, utilizam os seus direitos, incluindo a possibilidade de destituir os administradores. A monitorização e a interacção com as empresas visa aperfeiçoar a qualidade do diálogo com os investidores e ajudar a melhorar os retornos ajustados ao risco de longo prazo dos accionistas. Realmente é crucial a adopção de códigos de conduta exigentes e com penalizações para eventuais incumprimentos.

Neste âmbito, foi publicado no Reino Unido, um dos mais conhecidos trabalhos com vista à melhoria do “*Governo das Sociedades*”, denominado Relatório *Cadbury* (1992), fortemente influenciado pelo Relatório *Treadway* (1987) e COSO (1992) ao qual outros se lhe seguiram, como o Relatório *Greenbury* (1995)²⁸, com enfoque na remuneração dos administradores, Relatório *Hampel* (1998)²⁹, Relatório *Turnbull* (1999)³⁰, Relatório *Higgs* (2003)³¹, e Relatório *Smith* (2003)³² direccionado para garantir a independência dos auditores. O relatório *Cadbury* (1992) teve o mérito de sintetizar, num reduzido conjunto de regras de formulação simples, aspectos financeiros de governo com o intuito de reforçar a confiança na informação e com isso preservar a credibilidade do mercado de capitais. O essencial das posições defendidas, constitui,

²⁸ Este relatório desenvolve com mais precisão e rigor a necessidade de uma total transparência em matéria de remunerações e recomenda a existência de uma comissão de vencimentos sem a presença de administradores executivos na sua composição. O Relatório também previa a revisão das recomendações de três em três anos.

²⁹ O relatório apresenta uma revisão do sistema de governo, combinando, harmonizando e esclarecendo as recomendações previstas no relatório *Cadbury* e *Greenbury*, vide www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

³⁰ Estabelecia as melhores práticas de controlo interno, para as empresas cotadas no Reino Unido, vide www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=129, acedido em Junho de 2007 e www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

³¹ As recomendações incidem sobre o papel e a eficácia dos administradores não executivos e do conselho de auditoria, com o objectivo de melhorar e reforçar o Código, como resposta aos problemas suscitados pelo colapso da *Enron*, nos EUA. O Código defendia normas mais rigorosas e criteriosas para a composição do CA e avaliação dos administradores independentes, vide www.icaew.com/en/library/subjectgateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

³² Vide www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

ainda hoje, linhas de força no “*Governo das Sociedades*”, pese o facto de não haver referência a qualquer penalidade por incumprimento. De facto, o relatório alertava para três recomendações básicas a seguir: (i) a separação entre o CEO e o Presidente do CA que deviam ser pessoas distintas; (ii) existência de pelo menos três administradores não executivos, sendo pelo menos dois independentes, sem vínculo financeiro ou pessoal; e (iii) existência de uma comissão de auditoria composta por administradores não-executivos. Também, o rigor da informação financeira era uma das bases cruciais para obter a estabilidade do mercado. Similarmente, a atenção dispensada à independência dos auditores, do controlo interno e às recomendações respeitantes à comissão de auditoria protegiam a fiabilidade dessa informação (Câmara, 2002: 67-70).

Veja-se por exemplo a notícia publicada na imprensa (Balreira, 2013), relacionada com o *Barclays Bank*, em que este terá ocultado informação relativa a três mil milhões de libras injectadas no banco, aquando da sua recapitalização em 2008. Inicialmente, segundo o *Barclays*, o investidor maioritário seria o dono do *City*, mas, depois do anúncio da recapitalização e antes da aprovação dos accionistas, a 24 de Novembro de 2008, o banco mudou de investidor, omitindo este aspecto aos accionistas. No dia seguinte à aprovação, o *Barclays* divulgou a troca de investidores de uma forma discreta, levando a que a informação fosse relegada para segundo plano, sem impacto público. De acordo com o comunicado, o banco britânico revelava que *Mansour* “*negociou de maneira a que o seu investimento fosse feito através de um veículo de investimento do Governo dos Emirados Árabes, que seria o accionista indirecto*”, citado pela BBC. Aquando da apresentação dos relatórios anuais de 2008 e 2009, o *Barclays* continuou a afirmar que *Mansour* era o investidor maioritário. “*A reunião de accionistas já tinha acontecido e não havia, assim, necessidade de lançar comunicados aos accionistas ou outros participantes*”, referiu o banco quando confrontado com esta relevante omissão de informação. No entanto, qualquer discrepância deste tipo é extremamente séria pois gera incerteza nos investidores e qualquer entidade sabe que o relatório anual é um documento crítico, da responsabilidade da administração, com elevado investimento, a nível de recursos humanos, tecnológicos, financeiros e temporalidade a analisar ao pormenor e a certificar

por uma Comissão de Auditoria. Esta situação ocorreu mesmo existindo uma regulamentação exigente no Reino Unido.

Em Espanha, segundo o Relatório Olivencia (1999: 2-7), os Códigos de Bom Governo têm como *“principal objectivo explicitar e desgranar de forma prática, efectiva e sintética, a incorporação diária, de linhas orientadoras e normas de conduta, no Governo das Sociedades, que permitam uma notável simbiose entre uma boa gestão e a ética nos negócios, com a intenção de que ambos os conceitos sejam indissociáveis”* e releva ainda que a ética³³ *“é um índice de qualidade e sem ética não existe criação de valor, nem crescimento das empresas, entidades ou organizações públicas ou privadas. A ética é a ciência que se ocupa de orientar a conduta humana”*.

O Relatório Olivencia (1999), de aplicação voluntária, tinha como principais objectivos: (i) fomentar a transparência da informação; (ii) destacar as limitações estruturais da Assembleia de Accionistas, nas sociedades com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, como instrumento de controlo e decisão; e (iii) determinar a importância das políticas de informação e comunicação com os accionistas, mercados e opinião pública. O relatório parte do princípio que a causa dos escândalos financeiros reside na concentração excessiva do poder nos órgãos societários, não estando devidamente representados os interesses dos diferentes grupos.

Importa, referir que de acordo com o Relatório Aldama (2003: 26-27), *“a experiência demonstra que nem as leis mais exigentes nem os códigos melhor elaborados são suficientes para garantir o Governo das Sociedades”*. O exemplo dos administradores é imprescindível para criar uma cultura de *“Bom Governo”* definindo um marco de direcção empresarial e estabelecendo linhas de conduta, não para a empresa como pessoa jurídica, mas para os seus administradores e conselheiros como pessoas físicas idóneas e responsáveis pela direcção, com o propósito de uma actuação ágil e diligente, eficaz e eficiente, leal e transparente, que apele aos mercados o alcance da mais elevada estabilidade e credibilidade do sistema. A principal recomendação do Relatório Aldama (2003) consiste na publicação na página *web* das empresas de um Relatório Anual do Governo das Sociedades.

³³ A ética é entendida num sentido amplo, considerando regras, princípios e modelos de conduta que respondem a critérios de correcção e racionalidade.

Contudo, a Lei da Transparência³⁴, passou a dar suporte legal a algumas das recomendações do Relatório Aldama (2003), nomeadamente as relacionadas com os deveres de informação e transparência, definição e regime dos deveres dos administradores, especialmente no caso de conflito de interesses e obrigação de aplicar um conjunto de mecanismos em matéria de “*Governo das Sociedades*” que compreendessem um regulamento do CA e da Assembleia-Geral de Accionistas, entre outros. Esta lei foi pioneira ao impor novas regras de conduta quanto à obrigação de informação para as empresas cotadas, como a publicação do Relatório Anual de Governo Societário. Em Portugal, a CMVM, utilizou a publicação do Regulamento n.º 7/2001, para exigir às empresas cotadas um relatório sobre o Governo das Sociedades.

No que respeita à elaboração e divulgação do Relatório Anual do Governo das Sociedades, em Espanha, a *Orden Ministerial* ECO/3722/2003, de 26 de Dezembro, desenvolve de forma detalhada a informação obrigatória que as empresas devem apresentar no referido relatório, tendo em atenção o artigo 116.º da Lei da Transparência (2003), assinalando que o relatório deve ser redigido numa linguagem clara e precisa e que não permita a formação de juízos erróneos entre os seus destinatários.

No entanto, a AECA (2004: 51) refere que “... *os Códigos de Bom Governo recolhem uma série de recomendações precisas e de adopção voluntária por parte das empresas emitidas por comissões especializadas constituídas por iniciativa de organismos oficiais...*”, embora considere que “... *são elaborados por organismos oficiais com o propósito de estudar critérios e princípios a que devem submeter-se as sociedades num determinado contexto e pronunciar-se sobre uma série de recomendações que melhorem o comportamento dos grupos empresariais relativamente à transparência da informação, composição e funcionamento dos órgãos societários e sua relação com determinados grupos de interesse*”.

Os estudos sobre “*Governo das Sociedades*” e que por isso serviram de modelo para a regulamentação elaborada, nomeadamente à União Europeia, contêm recomendações ou disposições que abrangem matérias tão diversas como os regimes de compensação dos administradores executivos, medidas anti-OPA, protecção dos

³⁴ Ley n.º 26/2003, de 18 de Julho.

accionistas minoritários ou os direitos de voto dos accionistas, papel e importância das comissões de auditoria e controlo interno, divulgação da informação sobre riscos e incertezas, entre outros, mas como refere Becht *et al.* (2002: 67) “... o seu enfoque dominante é nos órgãos de administração e em assuntos com eles relacionados”. Com efeito, os “Códigos de Governo das Sociedades” devem fazer referência à constituição e composição dos órgãos sociais, estrutura, como por exemplo o CA, incorporação de administradores independentes³⁵, Comissão de Remunerações, Comissão de Auditoria e de Controlo Interno, assim como a publicação de informação adicional à legalmente imposta, ou seja a necessária para corresponder às exigências actuais.

Na União Europeia, as sociedades admitidas a cotação em mercado regulamentado, são obrigadas a adoptar, as regras de “*Bom Governo*” de acordo com o disposto na Directiva 2006/46/CE, transposta para o direito interno dos países aderentes. A Directiva promove a adopção das regras exigindo que as sociedades cotadas remetam, na sua declaração sobre o “*Governo das Sociedades*”, para um código e que indiquem a aplicação que fazem do mesmo código, numa base de “*cumprir ou explicar*”³⁶. Assim, cabe à autoridade de supervisão o papel de verificar se é dada a explicação e se a informação divulgada cumpre os requisitos de qualidade que a lei impõe, permitindo aos accionistas a possibilidade de entender as razões subjacentes à opção da sociedade e conhecer a solução alternativa adoptada.

Todavia, um estudo comparativo dos “*Códigos de Bom Governo*” dos países membros da UE, realizado por Weil *et al.* (2002), mostra a existência de um elevado número de semelhanças, em aspectos como independência da Comissão de Auditoria e divulgação da informação e diferenças nos códigos dos membros da UE, tais como a discrepância nos normativos legais, como por exemplo o papel que desempenham os empregados dentro do “*Governo das Sociedades*”, os direitos dos accionistas e os mecanismos através dos quais se articula a participação na empresa, a estrutura, papel e

³⁵ São administradores externos sem ligação à empresa, ou seja o administrador independente é definido como aquele que não mantém qualquer relação com a sociedade, accionistas de controlo e respectivos órgãos de direcção susceptível de criar um conflito de interesses que prejudique a sua capacidade de julgamento (Silva *et al.*, 2006b: 50). Assim, considera-se membro independente quem não está associado a nenhum grupo de interesse, ou em situação susceptível de afectar a sua isenção.

³⁶ Este procedimento indica que se a empresa decide não cumprir ou não adoptar as recomendações de Governo das Sociedades tem de explicar quais as partes do código que não cumpriu ou não adoptou e as razões que a levaram a esse desvio. Os destinatários primordiais das explicações são, naturalmente, os accionistas e/ou investidores.

responsabilidades do Conselho, e partindo da premissa de que cada País tem um interesse particular no desenvolvimento das práticas de “*Governo das Sociedades*” reflectindo o interesse que os investidores consideram nas suas decisões de investimento, tanto a qualidade do “*Governo das Sociedades*” como o desempenho financeiro.

Weil *et al.* (2002: 79) consideram que as diferenças são fundamentais nas práticas de “*Governo das Sociedades*” dos Estados-Membros da UE, contudo referem que “... a tendência para que haja uma convergência nas práticas de *Governo das Sociedades* parecer ser maior do que qualquer tendência para a diferenciação...” referindo que os códigos favorecem a necessária flexibilidade das empresas para se adaptarem às alterações inevitáveis das circunstâncias de mercado.

Porém, segundo a Comissão Europeia (2011: 2) é fundamental que as empresas europeias dêem provas da maior responsabilidade, quer em relação aos seus trabalhadores e accionistas, quer à sociedade em geral. O “*Governo das Sociedades*” e a responsabilidade social das empresas são elementos fundamentais para construir a confiança das pessoas no mercado, contribuindo para o seu crescimento e para a competitividade. Realmente, as empresas terão de ser bem geridas e sustentáveis, para se encontrarem nas melhores condições de mercado e construir um sistema financeiro mais robusto.

Nos EUA, a *Sabarnes-Oxley Act* (SOX) aprovada, em 30 de Julho de 2002, considerada como a reforma mais importante no mercado de capitais, desde a crise financeira de 1929, com o objectivo de proteger os investidores, evitar problemas com o Relato Financeiro e garantir a conformidade aos utilizadores da informação financeira, representa o ponto de partida relativamente à legislação da informação financeira obrigatória que deve ser divulgada por uma empresa, no que diz respeito, essencialmente, a aspectos como responsabilidade social, relações da empresa com os auditores externos, aumento de divulgações financeiras, controlo interno, entre outros. Com a Lei SOX (SEC, 2002), efectuou-se a maior reforma do direito societário americano desde a crise dos anos 30, vindo a ser exigidos elevados padrões de qualidade na prestação de contas, como transparência e ética empresarial, indicado na secção 4, impondo a publicação de um relatório anual sobre controlo interno. Contudo,

a referida lei (SEC, 2002)³⁷ determinou que a SEC implemente a regulamentação necessária para que as empresas cumpram o normativo instituído. Efectivamente, para a implementação, monitorização e supervisão das disposições da lei foi criado um organismo denominado de *Public Accounting Oversight Board (PCAOB)*³⁸, a funcionar na dependência da SEC. O organismo é constituído por 5 elementos e nenhum poderá exceder os 5 anos de tempo de serviço. O PCAOB está encarregado de vigiar e regular as empresas de contabilidade, consultoria e auditoria que examinem grupos empresariais com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, como resposta às preocupações manifestadas no Relatório COSO. Conjuntamente, há a imposição de um registo, para as empresas de contabilidade, apenas, segundo o qual exercerão a sua actividade, ficando, além disso, obrigadas à elaboração de relatórios periódicos para actualização da informação constante do registo, bem como a periodicidade para elaboração dos relatórios de carácter anual, embora possa ser menor, se assim se justificar.

A Lei SOX (SEC, 2002) divide-se em seis secções, nas quais se destacam as: (i) secção 2 – Reforço da Responsabilidade e *Corporate Governance*; (ii) secção 3 – Maior Exigência na Conduta e Comportamento Ético; e (iii) secção 4 – Aumento da Supervisão na Actuação das Empresas Cotadas.

De acordo com o disposto no artigo 401.º da Lei SOX (SEC, 2002) que obriga a divulgação da informação financeira periódica, quer intermédia, quer anual, e de todos os factos materiais não relevados no balanço ou extrapatrimoniais, tais como: (i) transacções; (ii) acordos; (iii) obrigações realizadas com entidades não consolidadas; e (iv) contingências e outras. Igualmente, exige a divulgação de informações financeiras não relacionadas de acordo com os US GAAP, enquanto o artigo 404.º da Lei SOX (SEC, 2002) determina uma avaliação anual dos controlos e procedimentos internos

³⁷ A Lei SOX tem como missão estabelecer normas de auditoria, controlo de qualidade, ética e independência em relação aos processos de inspecção e emissão dos relatórios de auditoria. São previstas inspecções às empresas de auditoria para as obrigar a cumprir as regras estabelecidas e estar sempre em consonância com a SEC. Os auditores de empresas sujeitas à Lei SOX deverão registar-se no PCAOB.

³⁸ O PCAOB é uma entidade sem fins lucrativos criada pelo Congresso para supervisionar as auditorias das empresas com valores cotados, a fim de proteger os interesses dos investidores e promover o interesse do público na elaboração de relatórios de auditoria que sejam informativos, precisos e independentes. O PCAOB também supervisiona as auditorias de corretoras, incluindo relatórios de conformidade apresentados segundo as leis vigentes para os valores mobiliários, com a finalidade de promover a protecção dos investidores, *vide* <http://pcaobus.org/Pages/default.aspx>, acedido em Junho de 2012.

para a emissão de relatórios financeiros. Além disso, o auditor independente deve emitir um relatório distinto que ateste a arguição da administração sobre a eficácia dos controlos internos e dos procedimentos executados para a emissão dos relatórios financeiros.

A Lei SOX (SEC, 2002) refere de forma explícita os GAAP, na versão US GAAP, para a definição de quais as normas e práticas contabilísticas que se devem aplicar. Contudo, sob a coordenação da SEC, está em curso um processo oficial de adopção do padrão IFRS, de influência europeia e administrado pelo IASB, que deverá estar concluído até 2016. Outra legislação relevante e explicitamente mencionada na Lei SOX é a aplicação do *Securities Exchange Act* de 1934.

O artigo 409.º da Lei SOX (SEC, 2002) obriga a divulgação imediata e actual de informações adicionais relativas a mudanças importantes na situação financeira ou nas operações da empresa, enquanto o artigo 406.º da Lei SOX (SEC, 2002) define o Código de Ética para os administradores, directores e gestores e o artigo 402.º obriga à divulgação das principais transacções envolvendo a administração e os principais accionistas da empresa e proíbe os administradores, directores ou gestores, de uma sociedade aberta, de receber, quer directa ou indirectamente, empréstimos da sociedade. Também Bacigalupo Saggese (2014) considera que um dos princípios fundamentais para a obtenção de transparência é a implementação, na empresa, de um Código Ético.

No que diz respeito a penalidades por incumprimento o artigo 802.º da Lei SOX (SEC, 2002) define as penalidades criminais por alteração, destruição e/ou falsificação de documentos a serem utilizados nas vistorias da SEC, enquanto o artigo 807.º define as penalidades criminais por prejudicar accionistas minoritários de sociedades de capital aberto com informações falsas. As penalidades pelo incumprimento da Lei SOX (SEC, 2002), em relação à integridade e fidedignidade das DF e a certificação de elementos em desacordo com a lei, estão sujeitos a multa que chega ao valor de USD 1.000.000 e/ou a pena de prisão até 10 anos. Quando o incumprimento da lei for intencional, isto é com finalidade fraudulenta, a multa aumenta para o valor de USD 5.000.000 e a pena de prisão pode chegar a 20 anos. O artigo 806.º cria os meios de protecção aos funcionários de sociedades de capital aberto que denunciarem fraude na empresa onde trabalham. Também, Bacigalupo Saggese (2014) refere a necessidade de implementação de canais

de denúncias para a comunicação de possíveis incumprimentos das normas internas e/ou normas legais na empresa e incumprimento das obrigações fiscais.

Na realidade, a existência de legislação e regulamentação permite uma maior seriedade quanto ao cumprimento das obrigações legais relativamente às recomendações. Porém, afigura-se evidente e consensual que os objetivos da empresa só serão atingidos, em termos ótimos, se os mecanismos de gestão funcionarem de forma eficaz e eficiente. Então, é patente a necessidade de estruturas destinadas à fiscalização da actuação das equipas de gestão dado a separação entre a propriedade e a administração. Por tudo isto, é necessário a existência de um conjunto de boas práticas de governo que garantam a transparência e a igualdade nas relações entre administradores e accionistas conduzindo inequivocamente à maximização do valor da empresa, à valorização do retorno do accionista e à credibilidade do mercado de capitais.

Em suma, a regulamentação do Governo das Sociedades baseia-se em conceitos como a independência, transparência e responsabilidade patentes na divulgação de toda a informação pertinente, devendo também ser tida em conta a gestão do risco e as funções de auditoria dentro da organização.

1.2.4 – O Governo das Sociedades em Portugal

A adesão generalizada aos princípios da OCDE (1999 e revistos em 2004) deve-se às consequências da reflexão sobre a implicação das crises financeiras, escândalos empresariais nos EUA e na Europa, tendo por base a estrutura de controlo das organizações, com capital aberto a negociação. Portugal não foi excepção pelo que a adesão foi acompanhada com alguma proximidade, seguindo-se esforços para um entendimento comum relativamente ao “*Governo das Sociedades*”, apesar do Sistema Legal Português assentar num ordenamento jurídico de direito civil característico do continente europeu.

Contudo, o tratamento das questões relacionadas com o Governo das Sociedades, em Portugal, foi movido por dois factores distintos, embora interligados

como: (i) a evolução do direito das sociedades que trouxe indicações importantes sobre o tema apesar de não o associar directamente; e (ii) o direito dos valores mobiliários que se mostrou sensível à problemática de âmbito internacional (Câmara, 2001). De facto, no CSC constam várias disposições relacionadas como: (i) a direcção e o controlo das sociedades; (ii) o exercício do direito de voto; (iii) a organização e funções da administração; (iv) a figura de secretário; e (v) os órgãos de fiscalização. No CVM encontram-se diversas normas dedicadas às sociedades com capital aberto ao investimento público, com negociação ou não em bolsa, para além de um regime particular quanto à aquisição e perda da qualidade de sociedade aberta, tendo sido imposta uma lista extensa de consequências jurídicas. Essas consequências dividem-se em três grupos: (i) exigências informativas para as sociedades e seus titulares de participações qualificadas, menções obrigatórias em actos externos, dever de comunicação de participações qualificadas, divulgação de acordos parassociais e solicitação de procurações; (ii) disciplina quanto a deliberações sociais adoptadas por sociedades com o capital disperso, reconhecimento e admissibilidade do voto por correspondência e regras particulares relativas à possibilidade da sua anulação; e (iii) protecção dos investidores quanto à ampliação do princípio da igualdade de tratamentos dos titulares de valores mobiliários e determinação de um dever de lançamento de oferta pública de aquisição em situações de transição de domínio ou determinação de um enquadramento legislativo mais forte para a aquisição direccionada ao domínio total (Câmara, 2001).

A CMVM³⁹, enquanto entidade pública, com poderes vinculativos sobre as empresas com valores admitidos a cotação, sobre as quais exerce controlo, tem vindo a emitir, desde 1999, um conjunto de recomendações sobre o “*Governo das Sociedades*”, que devem ser seguidas pelas entidades cotadas em mercado regulamentado de valores mobiliários, versando sobre os seus principais aspectos. Efectivamente, a par das responsabilidades sociais das empresas crescem as obrigações de informação que deverão responder às características da fiabilidade, rigor e transparência. A necessidade principal deriva da crescente internacionalização e globalização do mercado e dos negócios, para a implementação de práticas promotoras da competitividade e da criação

³⁹ CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *vide* www.cmvm.pt/, acedido em Março de 2014.

de valor. Neste âmbito, a CMVM aprovou, em 27 de Outubro de 1999, um conjunto de “*Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”, que entretanto têm vindo a ser alvo de reestruturação e adaptação, onde define “*Governo das Sociedades como o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades cotadas*”. Este documento indicava um grupo de dezassete (17) recomendações, que abordavam os principais aspectos de “*Governo das Sociedades*” e que deviam ser seguidas pelas empresas portuguesas emitentes de acções, admitidas a negociação no mercado de cotações oficiais, e pelos investidores institucionais e se incumbia a inclusão de uma menção no relatório anual de gestão relativa à adopção ou grau de adopção das recomendações. No que diz respeito à estrutura e funcionamento do órgão de administração, relevam-se as recomendações indicadas no Capítulo V – Ponto 15 em que se “*Encoraja a inclusão no órgão de administração de um ou mais membros independentes em relação aos accionistas dominantes, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade. A composição do órgão de administração deve ser gizada de forma que na gestão da sociedade não sejam somente considerados os interesses dos grupos de accionistas que detêm maior número de acções. Os membros independentes devem exercer uma influência significativa na tomada de decisões colegiais e contribuir para desenvolvimento da estratégia da sociedade, em prol da prossecução dos interesses da sociedade*”. Deste modo, são dados os primeiros passos para o caminho da excelência no âmbito do governo societário com observância de critérios como a transparência, a defesa dos accionistas e credores e a concomitante responsabilização dos administradores, entre outros.

A aprovação do Regulamento n.º 7/2001, da CMVM, composto por quinze (15) recomendações, de carácter facultativo, assentes em boas práticas sobre as assembleias gerais, órgãos de administração, fiscalização, informação e auditoria e que passa a definir “*Governo das Sociedades como um sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado*” impõe, pela primeira vez em Portugal, a obrigação de um procedimento legal efectivo em termos de “*Governo das Sociedades*”, uma vez que apenas existiam recomendações não vinculativas, aplicáveis às empresas emitentes de acções admitidas a negociação no mercado de cotações oficiais. Nestes

termos, através deste regulamento adoptou-se o lema de raiz britânica “*cumprir ou explicar*” passando as sociedades cotadas a divulgar se cumprem as recomendações e em caso de não cumprimento, explicar as razões para esse motivo, assim deu-se um novo passo rumo a uma maior transparência e desenvolvimento do modelo de governo.

O Regulamento n.º 7/2001 apresenta como novidade no Capítulo IV, relativo ao Órgão de Administração, a Recomendação 12 em “*que uma parte da remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, dependa dos resultados da sociedade*” com o objectivo de “*aproximar os interesses dos membros do órgão de administração dos interesses dos accionistas da sociedade, uma política remuneratória desta natureza é susceptível de conduzir à maximização do esforço de boa gestão, pautada por critérios de acréscimo de receitas e diminuição de custos, da qual sairão, naturalmente, beneficiados a sociedade e os seus accionistas*” e a Recomendação 13 em “*que a proposta submetida à Assembleia-Geral relativamente à aprovação de planos de atribuição de acções e/ou de opções de aquisição de acções a membros do órgão de administração e/ou a trabalhadores contenha todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano. O regulamento do plano, se já estiver disponível, deve acompanhar a proposta*”.

Porém, Góis (2007: 286) desenvolveu um estudo, para o período de 1996 a 2001, onde verificou que os níveis de cumprimento das recomendações ficaram muito aquém do esperado, o que explica o resultado de certas alterações a algumas características do documento, no que dizia respeito ao seu grau de obrigatoriedade. A autora justifica também o estudo com os resultados dos inquéritos, sobre o grau de cumprimento das “*Recomendações sobre o Governo das Sociedades*”, efectuados pela CMVM junto de todas as entidades emitentes.

As “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”, aprovadas em Novembro de 2003, compostas por onze (11) recomendações, dão ênfase no capítulo IV – Órgãos de Administração através da recomendação 9 “*Os membros da comissão de remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros do órgão de administração*” de forma que “*... o desiderato legal de prevenção de problemas de conflito de interesses, subjacente a tal normativo, será atingido se a composição desta comissão incluir apenas pessoas independentes em relação à*

administração, e que não possam ser influenciadas por estas...’’⁴⁰. Assim, o Regulamento de 2003 efectua uma revisão das recomendações da CMVM com o fundamento de actualizar as mais recentes preocupações nacionais e/ou internacionais, quanto à composição dos CA.

Relativamente às “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”, aprovadas em Novembro de 2005, compostas por onze (11) recomendações, é dada a tónica dominante nas modificações relacionadas com o aperfeiçoamento do sistema de fiscalização interna das sociedades, verificando-se no capítulo IV – Órgão de Administração a recomendação 5 “*O órgão de administração deve incluir um número suficiente de administradores não executivos cujo papel é o de acompanhar e avaliar continuamente a gestão da sociedade por parte dos membros executivos. Titulares de outros órgãos sociais podem desempenhar um papel complementar ou, no limite, sucedâneo, se as respectivas competências de fiscalização forem equivalentes e exercidas de facto*” e a recomendação 6 “*De entre os membros não executivos do órgão de administração deve incluir-se um número suficiente de membros independentes. Quando apenas exista um administrador não executivo este deve ser igualmente independente. Titulares independentes de outros órgãos sociais podem desempenhar um papel complementar ou, no limite, sucedâneo, se as respectivas competências de fiscalização forem equivalentes e exercidas de facto*” alertando para “*o papel dos administradores independentes de acompanhar e fiscalizar em termos informados a gestão societária, assegurando que na actividade da sociedade sejam considerados os interesses de todas as pessoas envolvidas, e que sejam adequadamente prevenidos e geridos os conflitos de interesses nesta área...’’*”.

A entrada em vigor das alterações ao CSC, em 2006, e as alterações aos Modelos de Governo das Sociedades pela CMVM, deram lugar à coexistência de três modelos opcionais de Governo, que se elencam em dois modelos de influência *one tier*: (i) modelo latino também denominado monista simples ou reforçado; e (ii) modelo anglo-saxónico, e um modelo de *double tier* designado de modelo dualista, de

⁴⁰ O n.º 1 do artigo 399.º do CSC prevê que a remuneração dos administradores seja fixada pela assembleia-geral ou por comissão eleita pela assembleia de accionistas e deve ter em conta as funções desempenhadas por cada administrador e a situação económica da sociedade (Sereus, 2012).

inspiração continental. Também, em 2006, o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) apresentou o Livro Branco sobre o Governo das Sociedades em Portugal, dando o seu contributo na divulgação do tema. Este documento veio criar um enquadramento internacional e nacional desta matéria além de sugerir noventa e seis (96) Recomendações de Governo das Sociedades, para as entidades cotadas.

Em 2007, a CMVM apresenta o Código de Governo das Sociedades, mais detalhado, com o objectivo de contribuir para a optimização do desempenho, para a promoção de uma alocação dos recursos mais eficiente e para uma composição equilibrada dos interesses dos accionistas, que contempla quarenta e quatro (44) recomendações de carácter facultativo, assentes nas boas práticas sobre: (i) assembleias gerais; (ii) órgãos de administração e fiscalização; e (iii) informação e auditoria. De facto, estas recomendações pretendem apresentar-se como um exercício tendente à definição das melhores práticas capazes de fomentar a eficácia e eficiência das sociedades cotadas e consequentemente do mercado de capitais. A evolução registada no teor das recomendações parte da alteração do quadro normativo dos modelos de “*Governo das Sociedades*”, anónimas, surgida com o Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março⁴¹.

Com as alterações ao Código de Governo das Sociedades em 2010, passa-se a acolher cinquenta e quatro (54) recomendações, com um aumento das referentes às remunerações dos órgãos sociais. Todavia, segundo o relatório da CMVM (2012b), onde é analisado o cumprimento dos itens indicados no Regulamento n.º 1/2010, relativo ao Código do Governo das Sociedades, para as empresas emitentes de valores admitidos a cotação no mercado oficial da *NYSE Euronext Lisbon*, verifica-se que no ano de 2011, a execução média considerada foi de 83%, embora fossem ponderadas as explicações relativas a certas recomendações que algumas entidades não cumpriram, nomeadamente no que diz respeito à presença de administradores independentes.

Em 2013 publica-se o mais recente Código de Governo das Sociedades da CMVM, que apresenta quarenta (40) recomendações. As sociedades emitentes de acções admitidas à negociação estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o

⁴¹ *Vide* Serens (2012).

grau de acolhimento das recomendações da CMVM, ao abrigo do artigo 245.º-A do CVM⁴² e do Regulamento n.º 4/2013 da CMVM.

Similarmente, em 2013, surgiu o Código de Governo das Sociedades do IPCG, que pela primeira vez, as sociedades comerciais passam a contar com um Código de Governo Societário preparado pela sociedade civil e se apresenta como uma alternativa ao Código de Governo das Sociedades da CMVM. Assim, a partir de 2014, em consequência das alterações presentes no artigo 2.º do Regulamento n.º 4/2013 da CMVM, as empresas cotadas passam a poder adoptar um código de governo societário “emitido por entidade vocacionada para o efeito” desde que “sujeitas a lei pessoal portuguesa”.

Embora no regulamento anterior da CMVM, já existisse a possibilidade de optar por outro código mediante o cumprimento de determinadas exigências, esta alteração vem dar um novo contributo para o desenvolvimento do governo societário em Portugal, permitindo às empresas cotadas optar pelo Código de Governo das Sociedades que melhor se ajuste às características do seu negócio, sendo o Código do IPCG apresentado como alternativa ao Código da CMVM.

No entanto, convém clarificar que o CSC elenca princípios e regras relacionados com as problemáticas do governo societário, de aplicação obrigatória, nomeadamente quanto à composição, competência e poderes da gestão, fiscalização das sociedades, entre outras. Por sua vez, o CVM prevê as consequências jurídicas para as sociedades admitidas no mercado de valores, realçando as exigências quanto ao dever de informação dos titulares de participações, disciplina das deliberações sociais, exercício de direito de voto e a protecção dos investidores.

Algumas das especificidades estão previstas na legislação, por exemplo: (i) o disposto do artigo 405.º do CSC, que atribui ao CA, a responsabilidade relativa ao governo societário; (ii) o artigo 414.º do CSC, onde se constata os critérios de independência do órgão de fiscalização; e (iii) o disposto do n.º 5 do artigo 420.º e n.º 4

⁴² O artigo 245.º-A foi introduzido pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto. Artigo 245.º-A “*Informação Anual Sobre Governo das Sociedades*” 1 – *Os emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal divulgam, em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário (...).*

do artigo 451.º do CSC, quanto à competência do órgão de fiscalização das sociedades cotadas verificar se é divulgada toda a informação de forma completa no relatório anual de Governo das Sociedades.

Os modelos de administração e fiscalização societária, tais como: (i) o modelo clássico⁴³, também conhecido como monista ou latino de inspiração continental; (ii) o modelo anglo-saxónico⁴⁴, incorporado na legislação nacional a partir de 2006, Decreto-Lei n.º 76/2006, de 29 de Março⁴⁵; e (iii) o modelo dualista⁴⁶, de inspiração continental, estão previstos nas alíneas a), b) e c) do n.º 1 do artigo 278.º do CSC.

Quanto ao CVM, o mesmo é visto como um sistema adicional de fiscalização externa, que responde às exigências de regulamentação decorrentes do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. O mesmo determina a elaboração de um relatório por um auditor externo registado na CMVM, sobre a informação financeira anual contida nos documentos de prestação de contas que devam ser submetidos àquela entidade.

Marques *et al.* (2011), (2012), (2013) e (2014) têm vindo a desenvolver um estudo sobre o grau de acolhimento das recomendações indicadas no Governo das Sociedades em Portugal. Esse estudo foi desenvolvido, nos últimos anos, embora de forma anual, englobando os anos de 2010, 2011, 2012 e 2013, tendo sido construído um índice com base nos indicadores reportados, com a finalidade de sintetizar a informação divulgada. Este índice teve como objectivo medir o grau de acolhimento e foi ponderado em três patamares, considerando: (i) as recomendações e regras decorrentes do Direito Europeu; (ii) os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades; e (iii) o *UK Corporate Governance Code*. De uma maneira geral, os autores do estudo consideraram que as empresas portuguesas cotadas apresentam um grau elevado de acolhimento, apesar de observarem que as recomendações com menor grau de acolhimento, sobretudo nas empresas que compõem o PSI 20, estão relacionadas com as remunerações atribuídas aos administradores, nomeadamente a fixação dos limites

⁴³ Artigos 390.º e 413.º do CSC (Serens, 2012).

⁴⁴ Artigo 423.º-B do CSC (Serens, 2012).

⁴⁵ *Vide* Serens (2012).

⁴⁶ Artigos 424.º, 434.º e 446.º do CSC (Serens, 2012).

máximos, quer para a componente variável, quer para a componente fixa, assim como, no que diz respeito ao diferimento de uma parte significativa da remuneração variável por um período não inferior a três (3) anos.

1.2.5 – Os Sistemas de Governo das Sociedades

1.2.5.1 – Enquadramento

A evolução do “*Governo das Sociedades*” desenvolveu-se em ritmos e de modo diferente, mesmo nos países e mercados economicamente mais evoluídos. Os sistemas de governo têm progredido de forma distinta, principalmente devido a variáveis históricas, políticas, sociais e económicas. Porém, a influência mais significativa talvez possa ser atribuída aos aspectos legais e regulamentares que condicionam a forma como as empresas são geridas nos diferentes países. Segundo a OCDE (2004) não existe um modelo único de Governo, uma vez que os modelos têm de se adaptar à cultura, tradição e enquadramento legal e institucional de cada País e de cada empresa. De igual modo, as práticas de Governo, inevitavelmente, sofrerão desenvolvimentos em função das constantes e múltiplas alterações registadas no ambiente interno e externo das organizações.

Com efeito, existe uma profunda inquietação sobre a adequação das soluções vigentes relativas a uma ampla gama de problemas, como o reforço da credibilidade da informação financeira e a eficiência dos sistemas de fiscalização das sociedades com títulos admitidos a cotação em mercados regulamentados. A preocupação e a primeira regulamentação em matéria de “*Governo das Sociedades*” teve a sua génese nos países Anglo-Saxónicos⁴⁷ com base no desenvolvimento e na importância dos seus mercados financeiros e de capitais, na sequência da ocorrência de escândalos empresariais, sendo

⁴⁷ Nos países de tradição Anglo-Saxónica atribuía-se elevada importância aos mercados de capitais e à informação financeira fidedigna que possibilitasse aos diferentes utilizadores a almejada “*true and fair view*” que levou, nos EUA, o AICPA, o AAA, *Institute of Internal Auditors* (IIA), o *Financial Executives Institute* (FEI) e o *Institute of Management Accountants* (IMA) concordassem em formar, em 1985, uma Comissão Nacional Independente Avaliadora de Informação Financeira Fraudulenta (*National Commission on Fraudulent Financial Reporting – NCFRR*), dirigida por James C. Treadway Jr., antigo comissário da SEC, dando lugar ao trabalho desenvolvido e publicado, em 1987, sob o nome de Relatório *Treadway*, o qual divulgou onze recomendações.

de relevar o facto de que existe uma clara separação entre a razão problemática de base nas empresas Anglo-Saxónicas e nas empresas da Europa Continental.

Todavia, qualquer que seja o sistema adoptado, este assenta em dois pilares fundamentais, transparência e responsabilidade para com os accionistas, o que conduz, em última instância, à maximização do valor accionista a longo prazo e promove o equilíbrio dos poderes dos utilizadores, sendo fundamental para assegurar o desenvolvimento saudável e robusto da entidade. Deste modo, as exigências recentes dos mercados, cada vez mais globais e integrados, levaram a que as Bolsas de Valores começassem a impor a adopção, por parte das entidades com títulos admitidos a negociação em mercados regulamentados, de padrões de “*Governança*” mais ou menos uniformes.

Considera-se a existência de dois sistemas principais, cujas características são muito próprias e resultam de factores económicos, históricos, culturais e legais dos diferentes países e que se encontram moldados pela estrutura da propriedade, pelo controlo empresarial e pelo papel desempenhado nos mercados financeiros: (i) o sistema anglo-saxónico; e (ii) o sistema continental. Contudo, os dois sistemas são o resultado de ordenamentos jurídicos de tradição, divididos em dois grupos: (i) Direito Comum (*Common Law*); e (ii) Direito Civil (*Civil Law*);

- (i) Direito Comum, são sobretudo os EUA, Canadá, Reino Unido e países cujo desenvolvimento foi fortemente influenciado por estas nações, em que o direito se desenvolve por via das decisões dos tribunais, e não mediante actos legislativos. Encontra-se associado o sistema Anglo-Saxónico que é referenciado como um sistema de controlo externo ou de mercado, caracterizado por um mercado de capitais de elevada liquidez em que a propriedade se encontra amplamente dispersa, onde os investidores institucionais são grandes accionistas e a banca actua como uma fonte de recursos suplementar; e
- (ii) Direito Civil, são identificados predominantemente com o continente europeu e com países de influência europeia, utilizam estatutos e códigos abrangentes, como principal meio de organização dos seus princípios legais. Encontra-se associado o designado sistema continental que é apontado como um sistema

baseado nas relações, essencialmente de controlo interno. É referido como um sistema assente no poder das instituições financeiras e na força laboral e caracteriza-se pelo controlo dos negócios estar concentrado nas grandes famílias, os capitais próprios e alheios são directa ou indirectamente fornecidos pela banca, não existe um mercado de capitais significativamente activo e com elevada liquidez, por causa da concentração dos capitais e da dependência da dívida bancária.

Franks *et al.* (1996) considera que a diferença nos modelos dos diferentes países não decorre da forma como os sistemas financeiros são aproveitados para financiar as empresas, mas devido à forma como a propriedade e o controlo estão organizados. De facto, existem sistemas distintos de “*Governo das Sociedades*” porque as empresas operam em diferentes contextos de negócios, em que as principais teorias se baseiam nos sistemas Anglo-Saxónicos (EUA, Canadá e Reino Unido) e Continental que adoptam as características dos países latinos e alemão. As empresas portuguesas emittentes de acções que se encontram admitidas a negociação no mercado de cotações oficiais da *NYSE Euronext Lisbon* e que formam o PSI enquadram-se, maioritariamente no sistema continental, caracterizado por uma concentração na detenção de capital por determinados accionistas, principalmente de carácter institucional e familiar. As principais normas que tutelam o governo das sociedades estão vertidas no CSC, no CVM e nas Recomendações da CMVM.

Contudo, Karan (2002: 45), tendo em atenção os dois grupos de ordenamentos jurídicos, defende que em qualquer legislação se deve considerar uma escolha permanente entre o formalismo conseguido através de uma concepção legalista de um sistema de regras e o informalismo que incidirá sobre a substância dos factos, independentemente da forma. O primeiro favorece a uniformidade, consistência, previsibilidade e insiste na forma legal e na interpretação literal, pelo contrário o segundo caracteriza-se por um enfoque mais flexível, aberto e orientado a objectivos que induz a respostas dinâmicas.

1.2.5.2 – O Sistema Anglo-Saxónico

O modelo anglo-saxónico é típico nos EUA, Canadá e Reino Unido, sendo caracterizado por uma grande dispersão da propriedade dos capitais das sociedades e da principal fonte de financiamento, os investidores, afastando para um plano secundário o papel da banca. A propriedade e o controlo estão separados, existindo protecção dos interesses minoritários, ao mesmo tempo que há uma reduzida influência na gestão por parte dos accionistas face à elevada dispersão do capital. Este sistema fundamenta-se no conceito de capitalismo de mercado, que assenta na crença do auto-interesse e de que o mercado descentralizado funciona como auto-regulador de forma balanceada. Para Silva *et al.* (2006b: 21) “há a convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas, o qual exerce um efeito disciplinador sobre os administradores profissionais”. Este sistema baseia-se e reforça a ideia do comportamento orientado para os resultados, disputa o sucesso, inovação, empreendedorismo e gestão.

Contudo, segundo Silva *et al.* (2006b: 21) subjaz a ideia de “*que se as equipas de gestão forem incompetentes ou prosseguirem interesses próprios em prejuízo dos seus accionistas, as respectivas empresas não terão o seu valor maximizado, pelo que poderão ser objecto de uma OPA, na sequência da qual serão substituídas por outras mais competentes e empenhadas na criação de riqueza para os seus accionistas*”.

As características principais deste sistema são a dispersão do capital e a delegação das responsabilidades de administração. Este sistema dá a possibilidade do controlo efectivo através de acordos entre os accionistas mas não visa accionistas individualmente (Becht *et al.*, 2000 e Blair, 1995).

Apesar da propriedade e controlo estarem separados, os accionistas minoritários têm protecção, mas a estrutura accionista é dispersa e a influência dos accionistas na gestão é reduzida. Para este sistema funcionar é necessário proteger os accionistas individuais através de regulação rigorosa sobre a divulgação de informação e de *inside trading*⁴⁸. O CA é o único órgão principal neste modelo e é constituído por administradores independentes não executivos que não perfilam os interesses dos

⁴⁸ É a negociação de valores mobiliários baseada no conhecimento de informações relevantes que, ainda, não são do conhecimento público, com o objectivo de auferir ganhos ou vantagem no mercado.

accionistas maioritários, mas de todos os accionistas (Coombs *et al.*, 2001 e La Porta *et al.*, 1999), conforme representado na Figura II.2, abaixo indicada.

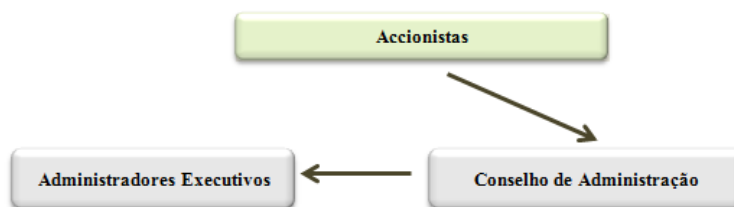


Figura II.2: Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico
Fonte: Elaboração Própria

De facto, o modelo anglo-saxónico é constituído pela Assembleia-Geral, uma comissão de auditoria integrada no CA e um Revisor Oficial de Contas (ROC). O CA deve gerir a empresa, contando com pelo menos um administrador independente, a comissão de auditoria deve garantir a fiscalização e o ROC auditar a informação financeira. Uma das vantagens deste modelo é o facto de quem fiscaliza deter mais informação e um acesso facilitado à mesma. Este modelo diverge do monista por incluir uma comissão de auditoria, sendo os membros desta comissão nomeados pela Assembleia-Geral, com um número mínimo de três (3) administradores não executivos.

Não obstante, Rodrigues *et al.* (2008) analisaram o conceito de independência dos administradores em função do número total de acções detidas. Os autores tinham como objectivo averiguar se se observava o conceito de independência no sector financeiro em Portugal. Assim, analisaram três instituições financeiras cotadas no PSI 20, com recurso ao estudo de caso. Os resultados obtidos indicaram a possibilidade de existência de discricionariedade no comportamento dos gestores-accionistas, que se deve ao facto de os mesmos serem parte interessada. Neste sentido, os administradores executam políticas conforme as exigências dos accionistas, como sugere a teoria da agência. Como consequência, as suas decisões não são neutras e terão impacto directo na sua riqueza pessoal, o que contraria o conceito de independência. Este modelo era adoptado em Portugal, no ano de 2012, por 7 empresas do PSI 20 como por exemplo o BES, a Jerónimo Martins, a Portugal Telecom e a REN. Na Figura II.3 ilustra-se a relação entre os diversos órgãos.

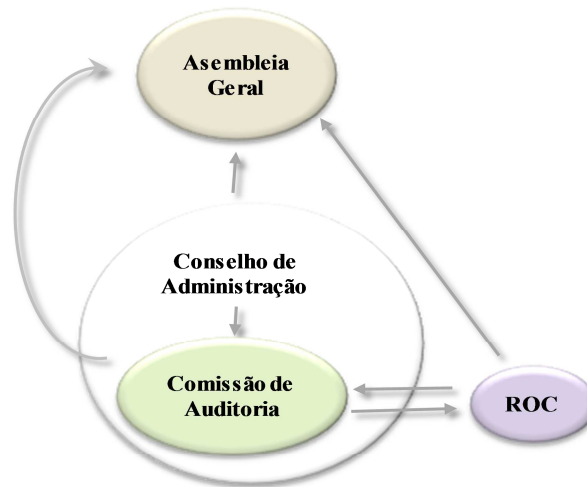


Figura II.3: Relação entre os Órgãos Sociais no Modelo Anglo-Saxónico
Fonte: Elaboração Própria

Para Macey *et al.* (2003) o modelo anglo-saxónico considera que o “*Governo das Sociedades*” tem como foco exclusivo a maximização da riqueza do accionista. Nesse modelo, os interesses de outros agentes somente serão levados em conta se a administração estiver legalmente obrigada a considerá-los e prevalece sempre o controlo de mercado sobre os accionistas.

1.2.5.3 – O Sistema Continental

O Sistema Continental é adoptado na Alemanha, no Japão e abrange um elevado número de países da Europa Continental e Latinos, com conotações ao Direito Civil, assente no poder das instituições financeiras e na força laboral, com uma concentração dos negócios nas grandes famílias e financiamento quase exclusivo por parte da banca e segundo Silva *et al.* (2006b: 23) “*a estrutura de propriedade é tida como um mecanismo determinante e crucial da estratégia da empresa e da sua performance subsequente*”. O princípio subjacente a este sistema é a teoria da empresa na perspectiva do accionista, considerando não apenas os interesses dos accionistas, como tem um papel importante no Governo das Sociedades. Segundo o Sistema Continental “*os principais accionistas controlam internamente a gestão e tomam as principais decisões estratégicas da empresa*” (Silva *et al.*, 2006b: 23), então são esses que têm parte activa no processo de tomada de decisão.

Neste âmbito, como o Sistema Continental garante muito poder a poucos accionistas, estes vão deter o controlo sobre a empresa e tomar decisões que reforçam o seu lucro e não aumentam a sua dimensão via investimentos com elevada assumpção de risco, mas geralmente investindo numa perspectiva de longo prazo. Assim, a participação dos accionistas minoritários é difícil em sociedades com accionistas que detêm participações de controlo, continuando a ser este o modelo de governo predominante das sociedades europeias. Em resumo, é necessário atribuir uma atenção particular se não estiver garantida a protecção adequada dos accionistas minoritários.

Por outro lado, Silva *et al.* (2006b: 31) consideram que a regulação e supervisão não é garante de que as empresas sejam sistematicamente geridas no interesse dos seus accionistas e que estes sejam tratados de modo equitativo. Note-se que as autoridades de supervisão, os pequenos accionistas e o público em geral são vítimas da assimetria de informação face às equipas de gestão e aos accionistas de controlo. Essa assimetria verifica-se quando uma das partes intervenientes tem informação menos completa relativamente à contraparte. Realça-se que a administração utiliza como ferramentas de controlo: (i) análises comparativas do rendimento real com o previsto; (ii) indicadores da evolução dos negócios e da posição financeira; e (iii) projecções orçamentais e planos plurianuais (CNMV, 2010: 25-26).



Figura II.4: Estrutura do Modelo Continental
Fonte: Elaboração Própria

O Sistema Continental encara as empresas como “*parcerias sectoriais*”, logo os interesses dos agentes de longo prazo, particularmente os bancos e os grupos de empregados, devem receber o mesmo nível de atenção que é dispensado aos accionistas e também considera que a empresa tem uma vontade independente, significa que, na teoria o que é bom para a empresa pode não ser para os accionistas. Estas diferenças

influenciam as leis particulares como os direitos dos accionistas, o papel do capital estatutário e a responsabilidade do CA.

Uma desvantagem do Sistema Continental para as empresas relaciona-se com as menores fontes de financiamento, logo a existência de dificuldade na obtenção de liquidez. Neste sistema a transferência de “*cash flow*” de uma empresa para outra é uma prática comum devido à falta de transparência, as empresas são capazes de transferir “*cash flow*” de uma empresa com bom desempenho para outra empresa com mau desempenho, o que provocará implicações a nível dos resultados a obter pela entidade.

No que diz respeito à estrutura dos órgãos de administração, encontra-se o modelo: (i) dualista, quando as funções de supervisão e de gestão estão separadas, com a primeira entregue a um Conselho Geral e a segunda à Administração Executiva; e (ii) monista, também denominado de clássico, quando são compostos simultaneamente por membros executivos e membros não executivos. Em muitos países da Europa, como por exemplo a Alemanha, encontra-se o modelo dualista – dois órgãos: CA e Conselho Geral ou Conselho de Supervisão, o que permite vários canais para lidar com os problemas de agência de administrador executivo *versus* accionistas. De facto, o modelo dualista é composto pela Assembleia-Geral, o conselho geral de supervisão, o conselho executivo e o ROC. O conselho geral de supervisão é composto por membros eleitos pela Assembleia-Geral e o conselho executivo por membros propostos pelo conselho geral de supervisão, sendo estes designados de administradores executivos.

Neste modelo prevalece a separação da administração executiva dos detentores do capital, devido ao facto de os administradores executivos não serem directamente nomeados pela Assembleia-Geral. O modelo dualista é maioritário na Holanda e obrigatório nas empresas do sector financeiro na Suíça. Os accionistas têm os seus poderes mais limitados na tomada de decisão, sendo chamados com maior regularidade para alteração de estatutos e para nomear e/ou destituir membros do conselho geral e de supervisão. Este modelo no ano de 2012 era seguido por uma empresa do PSI 20, a EDP – Energias de Portugal.

Embora o Grupo EDP adopte actualmente um modelo de governação dualista, introduzido em 2006, assente numa comissão executiva, supervisionada por um

conselho geral e de supervisão, a *China Three Gorges*, maior accionista do Grupo, e o presidente do Conselho Geral pretendem alterar o actual modelo de governação da eléctrica de forma a permitir uma actuação mais directa na gestão da empresa. O Presidente do Conselho Geral tem defendido a mudança para o modelo monista, com um Presidente do CA e um Presidente da Comissão Executiva. Contudo, a *China Three Gorges* tem vindo também a discutir o tema com alguns accionistas da empresa, uma vez que, apesar de ser maioritário, precisará de obter a maioria dos votos expressos em Assembleia-Geral para concretizar esse projecto. Esta alteração induzirá alguns accionistas a venderem a posição que detêm na EDP (Jornal de Negócios, 2013)⁴⁹.

Na figura seguinte ilustra-se a relação entre os diversos órgãos.

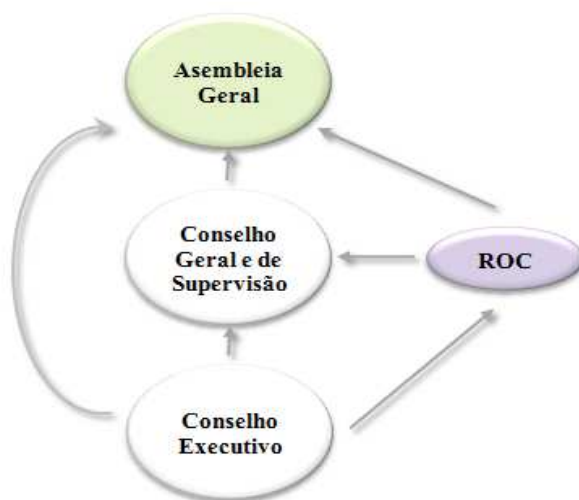


Figura II.5: Relação entre os Órgãos Sociais no Modelo Dualista
Fonte: Elaboração Própria

O modelo dualista visa criar uma estrutura intermédia, conselho geral, entre a Assembleia-Geral, os administradores executivos e administradores não executivos, o qual deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos, e por consequência, dos accionistas a quem esses administradores se encontram ligados, entre outras funções. Esta estrutura intermédia assume alguns poderes que são exercidos, na estrutura monista, pela Assembleia-Geral. Nesta estrutura o presidente do conselho geral e o presidente de administração são duas entidades distintas, sendo o primeiro usualmente designado, em terminologia anglo-saxónica,

⁴⁹ Jornal de Negócios (2013); “*Chineses e Catroga Querem Alterar Modelo de Governação da EDP*”, vide www.jornaldenegocios.pt/, publicado em 4 de Março, acedido em Março de 2013.

Chairman e o segundo CEO. De facto, é importante a existência de separação dos papéis para evitar a concentração de poderes, mas apenas produz resultados efectivos na protecção dos interesses dos pequenos accionistas se o *Chairman* for independente do CEO e dos accionistas com influência relevante na escolha dos administradores executivos.

O modelo monista é constituído pela Assembleia-Geral, CA e o Conselho Fiscal ou Fiscal Único, sendo que no caso do modelo monista reforçado incluirá um ROC que não seja membro do conselho fiscal. O CA é constituído por membros executivos e não executivos, enquanto os membros do conselho fiscal devem ser maioritariamente independentes. No caso de França é frequente a existência de ambos os tipos de estrutura (Silva *et al.*, 2006b: 24). Em Portugal, predomina o modelo monista, constituído por um único órgão de administração. Na estrutura monista, as figuras do Presidente do CA (*Chairman*) e do CEO podem, ou não, coincidir. Na figura seguinte ilustra-se a relação entre os diversos órgãos.

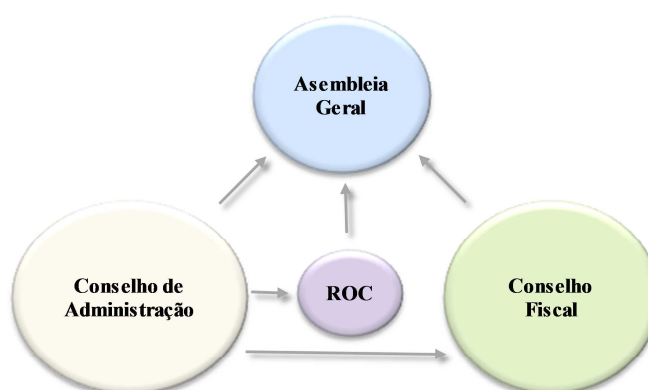


Figura II.6: Relação entre os Órgãos Sociais no Modelo Monista (Latino)
Fonte: Elaboração Própria

Em Portugal, este modelo no ano de 2012 era seguido por 12 empresas do PSI 20 como a Altri, o BCP, a Galp Energia e a Sonae e verifica-se que algumas das empresas com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, mesmo as empresas que constituem o PSI 20, adoptaram a estrutura monista, embora, algumas disponham de CA sem incorporarem administradores independentes. Aponta-se, como exemplo, os Grupos Altri, Cofina, Compta, Corticeira Amorim, Estoril Sol, F. Ramada, Ibersol, Imobiliária Grão Pará, Lisgráfica, Portucel, Reditus, SAG Gest, Sumol Compal, Teixeira Duarte, Toyota Caetano e Vista Alegre Atlantis, apesar das Recomendações

sobre Governo das Sociedades (CMVM, 2007), que pela primeira vez, indica no capítulo II, ponto 1.2. que o CA deve “*incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos*” e que “*de entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores*”.

Segundo Aldama Miñón *et al.* (2003: 32) a estrutura monista não impede que mediante a divisão funcional no seio do Conselho e a organização de controlo interno garantam uma conduta idónea de um “*Governo das Sociedades*” para o fomento da segurança e da transparência da informação emitida pela sociedade perante o mercado. Para isso, é necessário ter em conta a possibilidade de criar e de regular comissões especializadas e diferenciar categorias de administradores que, sem prejuízo da igualdade de obrigações e direitos, assegurem a tutela dos interesses dos accionistas não representados no CA.

Na Europa é cada vez mais frequente a existência de comissões com responsabilidades específicas, inspiradas no sistema Anglo-Saxónico. No caso de Portugal, de uma maneira geral, todos os grupos empresariais portugueses que constituem o PSI dispõem de comissões com responsabilidades específicas, como é o caso da comissão de remunerações. Apesar da existência de comissões com responsabilidades, verifica-se, em Portugal, que em qualquer modelo de governo, os pequenos accionistas das empresas cotadas não têm acesso a informação necessária à tomada de decisões idóneas e responsáveis, devido à falta de transparência, sendo em alguns casos ludibriados. Veja-se o exemplo respeitante ao aumento do capital no BES⁵⁰, ao investimento em acções da Portugal Telecom⁵¹ e, actualmente, ao aumento do

⁵⁰ Após o aumento de capital efectuado pelo BES foi anunciado o resgate da instituição, em 3 de Agosto de 2014, quando chegou a ser, em 2007, a instituição bancária portuguesa com o valor mais elevado de cotação por acção, ver Quadro I.8, do Capítulo I, Ponto 1.3.3, deste trabalho. No entanto, nas sociedades abertas, de acordo com o artigo 389.º do CVM, deveres de informação, constitui contra-ordenação muito grave a comunicação ou divulgação, por qualquer pessoa ou entidade, e através de qualquer meio, de informação que não seja completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita.

⁵¹ A queda abrupta do valor de mercado das acções da entidade que em 1 de Janeiro de 2011 tinha o valor de mercado de cotação de 8,35 euros, em 1 de Janeiro de 2012 era de 4,49 euros, em 1 de Janeiro de 2013 era de 3,82, em 1 de

capital da Sonae Indústria⁵². Estes comportamentos perante os accionistas consideram-se graves ou mesmo imorais e conducentes a uma lenta e difícil recuperação da confiança dos investidores.

1.2.5.4 – Análise Comparativa da Estrutura Empresarial dos Países que Adoptam Diferentes Sistemas de Governo das Sociedades

As principais diferenças entre os modelos estão relacionadas com: (i) a estrutura da propriedade, controlo e o papel dos accionistas maioritários e minoritários e administradores; e (ii) aspectos directamente relacionados com a problemática da teoria da agência.

As empresas nos países que adoptam sistemas de “*Governo das Sociedades*” anglo-saxónicos têm maior dimensão e, normalmente, uma grande percentagem de acções representa uma considerável parte do capital, visto que a estrutura accionista é dispersa. Porém, nos países continentais e latinos uma pequena percentagem dos accionistas detém mais de 50% do capital, veja-se o caso de Portugal, com os Grupos Cimpor, Compta, Corticeira Amorim, Estoril Sol, Galp Energia, Soares da Costa, Média Capital, Ibersol, Soares da Costa, Imobiliária Grão Pará, Impresa, Jerónimo Martins, Lisgráfica, Martifer, Mota Engil, Portucel, Reditus, REN, SAG Gest, Orey Antunes, Semapa, Sonae, Sumol Compal, Teixeira Duarte, Toyota Caetano e Vista Alegre Atlantis. Franks *et al.* (1996) referem que os países anglo-saxónicos têm uma grande percentagem de empresas com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, enquanto os países continentais e latinos apenas têm uma pequena percentagem de empresas cotadas, como é o caso de Portugal.

Janeiro de 2014 era de 3,16 euros e no dia 31 de Dezembro de 2014 é de 0,86 euros, *vide* www.bolsapt.com/historico, acedido em Janeiro de 2015.

⁵² O aumento de capital de 150 milhões com a finalidade de reduzir o endividamento, provocou uma queda nas acções, de tal forma, que um pequeno accionista que detivesse 10.000 acções tinha no passado dia 6 de Novembro um valor de 3.530 euros e na abertura da sessão, do dia 7 de Novembro, tinha um valor de 100 euros e ainda tinha 10.000 direitos avaliados em 654 euros que lhe permitiam participar no aumento de capital para o qual tinha de investir 10.714 euros, (Carregueiro, 2014: 2). O valor da cotação de mercado das acções em 1 de Janeiro de 2008 era de 6,49 euros, em 1 de Janeiro de 2009 era de 1,55 euros, em 1 de Janeiro de 2010 era de 2,69 euros, em 1 de Janeiro de 2011 era de 1,91 euros, em 1 de Janeiro de 2012 era de 0,66 euros, em 1 de Janeiro de 2013 era de 0,49 euros, em 1 de Janeiro de 2014 era de 0,56 euros, em 7 de Novembro de 2014 encerrou com o valor de 0,66 euros, *vide* www.bolsapt.com/historico, acedido em Novembro de 2014.

Relativamente à estrutura empresarial dos dois sistemas de “*Governo das Sociedades*” diz respeito à identidade dos accionistas. Assim, nos países Anglo-Saxónicos a estrutura accionista é essencialmente constituída por empresas e particulares privados, enquanto nos países continentais e latinos grande parte das empresas são detidas por organismos institucionais, como bancos e outras instituições financeiras. No caso de Portugal é elevado o número de empresas em que as instituições financeiras são detentoras de capital. Esta diferença é explicada pela regulamentação existente nos países Anglo-Saxónicos, em que muitos institucionais, nomeadamente as entidades financeiras, não estão autorizados a deter publicamente participações em empresas cotadas e agem apenas como agentes.

Quanto ao número de empresas cotadas verifica-se que nos países Anglo-Saxónicos grande parte das empresas possuem valores admitidos a cotação em mercados regulamentados. Pelo contrário, nos países continentais e latinos existem menos empresas cotadas, dado que há uma relação pessoal mais forte entre a administração e os accionistas maioritários. Em muitos casos, não existe separação entre a propriedade e o controlo, porque muitos administradores também são accionistas. Refira-se o caso de Portugal, em que os administradores possuem mais de 20% do capital, nomeadamente nos Grupos Altri, Cofina, EDP, F. Ramada, Soares da Costa, Imobiliária Grão Pará, NovaBase, Reditus, REN, SAG Gest, Orey Antunes, Sonae Capital, Sonae Indústria e Toyota Caetano.

Segundo Coombs *et al.* (2001) e La Porta *et al.* (1999), os dois sistemas distinguem-se pela confiança existente nos accionistas das empresas com estruturas de âmbito familiar ou de financiamento bancário, apesar do CA e os controladores dos interesses dos accionistas coincidirem, o que resulta num mercado de capitais ilíquidos, concentrado e contra actividades de “*Takeover*”⁵³.

Uma outra diferença está relacionada com os conselhos ou órgãos de administração. De facto, no Sistema Anglo-Saxónico existe um conselho onde os membros dos órgãos executivos e não executivos trabalham conjuntamente, pelo que o *Chairman* e CEO trabalham muito próximos e existem comissões de auditoria e de

⁵³ Processo de mudança do controle societário de uma empresa através da compra da maioria ou da totalidade das acções dessa empresa.

remunerações, enquanto no Sistema Continental existe um modelo baseado em dois órgãos e o Conselho de Supervisão é constituído por membros não-executivos, sendo totalmente independente do órgão de administração. No entanto, no Sistema Continental, poucos accionistas detêm uma grande percentagem das acções, sendo normal os accionistas principais fazerem parte dos órgãos de administração, e usam esse poder para controlar a empresa e tomar decisões, enquanto no Sistema Anglo-Saxónico a gestão tem o poder de tomar decisões e essas frequentemente são de acordo com os seus interesses, incitando a problemas de agência decorrentes do sobre investimento.

Devido à baixa concentração accionista nos países Anglo-Saxónicos, a maioria dos accionistas não têm poder significativo em nenhuma empresa, o que deixa a administração com plena capacidade de decisão sobre os assuntos relacionados com a empresa. Assim, tanto ao nível estratégico, como quotidiano, as empresas com o capital totalmente disperso são geridas por um corpo restrito de administradores executivos e administradores não executivos, os quais são, ou não, detentores de qualquer acção da empresa. Neste caso há total separação entre a propriedade e a administração.

As divergências apresentadas são as principais razões das diferenças entre os Sistemas de Governo. A investigação de Maug (1998) sobre a liquidez dos países que adoptam o Sistema Anglo-Saxónico realça o desempenho e a importância do Governo na empresa. Os accionistas são capazes de desinvestir se receberem informação adversa sobre a empresa devido à existência da liquidez de mercado. Nos países continentais e latinos, em que existem poucas empresas cotadas, os accionistas são forçados a manter os seus investimentos e são capazes de usar a capacidade de voto para influenciar o desempenho das mesmas.

O Sistema Anglo-Saxónico delega grande poder na administração e tende a produzir uma orientação de curto prazo para a gestão. Pelo menos uma vez por ano, os administradores têm de reportar aos accionistas, o que provoca tomada de decisão benéfica apenas no curto prazo, por parte desses administradores.

Um aspecto que tem vindo a ser alvo do estudo em termos de impacto do desempenho da empresa é a estrutura dos CA. Enquanto no contexto do modelo Anglo-Saxónico o CA tem de controlar a gestão devido ao seu poder na empresa, no modelo

Continental é um organismo independente criado para minimizar o poder dos maiores accionistas. Desta forma, a estrutura do conselho é diferente e forçosamente tende a influenciar o seu desempenho na empresa. Vários autores estudaram o impacto da estrutura do CA, nesta matéria. Lehn *et al.* (2009) defendem que o Conselho deve ser constituído em função da dimensão da empresa e das suas oportunidades de crescimento e não se deve fixar qualquer dimensão em concreto. Assim, o Conselho há-de ter uma composição adequada que facilite a tomada de decisões e reduza os custos de funcionamento, garantindo a diversidade de critério e ajustando-se às necessidades empresariais. Por outro lado, aqueles que defendem que os conselhos consistem de um número mínimo de administradores subestimam os custos que tais conselhos teriam sobre as empresas com oportunidades de crescimento, assimetrias de informação e uma maior necessidade de agilidade. Porém, existem restrições que impõem custos elevados para as empresas, onde é altamente valorizada a necessidade de elevado conhecimento científico e uma atempada tomada de decisão.

Neste sentido, Olivencia *et al.* (1999: 12) indicam que o número de membros do CA “*depende da dimensão da entidade, da heterogeneidade dos negócios e da exigência das comissões de controlo*”. Não obstante, Conthe *et al.* (2006: 20-21) referem que o número de membros do Conselho afecta a eficácia e influencia a qualidade das decisões, considerando necessário um número suficiente de participantes com capacidade de deliberação e diversidade de pontos de vista, embora ponderem que um número excessivo de membros possa favorecer a inibição dos administradores em detrimento da efectividade e coesão do Conselho. Neste âmbito a Recomendação n.º 9 do Código Unificado (Conthe *et al.*, 2006) indica que o Conselho deve ter uma dimensão precisa para levar a cabo um funcionamento eficaz e participativo sendo aconselhável uma dimensão que não seja inferior a cinco nem superior a quinze membros.

Também, a independência do Conselho configura-se como elemento fundamental para garantir a objectividade das decisões. Eguidazu Mayor (1999) destaca três aspectos: (i) a incorporação de administradores independentes; (ii) a participação maioritária ou exclusiva de administradores independentes em comissões específicas; e (iii) a separação da figura do Presidente do Conselho e da Comissão Executiva.

Merino Madrid *et al.* (2009) referem que uma das principais causas de ineficiência do CA relaciona-se com o cumprimento da função de supervisão, porque normalmente não há uma relação de proporcionalidade entre os administradores executivos⁵⁴ e os não executivos e subsiste uma escassa representatividade dos independentes. Deste modo, existe a convicção de que os administradores independentes melhoram a objectividade das actuações do CA e garantem a protecção dos interesses dos accionistas e dos administradores. No entanto, em Portugal, no caso BES verifica-se o cumprimento da percentagem de administradores independentes indicada no Código do Governo Societário português, o que não obsteu à falta de transparência na informação divulgada e consequente desfecho, para além das notícias divulgadas na imprensa especializada relativas à postura dos administradores não executivos nas reuniões. Segundo notícias divulgadas, as reuniões representavam um pró-forma, pois todas as decisões eram tomadas pelo Presidente da Comissão Executiva, apesar das funções de *Chairman* e CEO não serem exercidas pelo mesmo indivíduo.

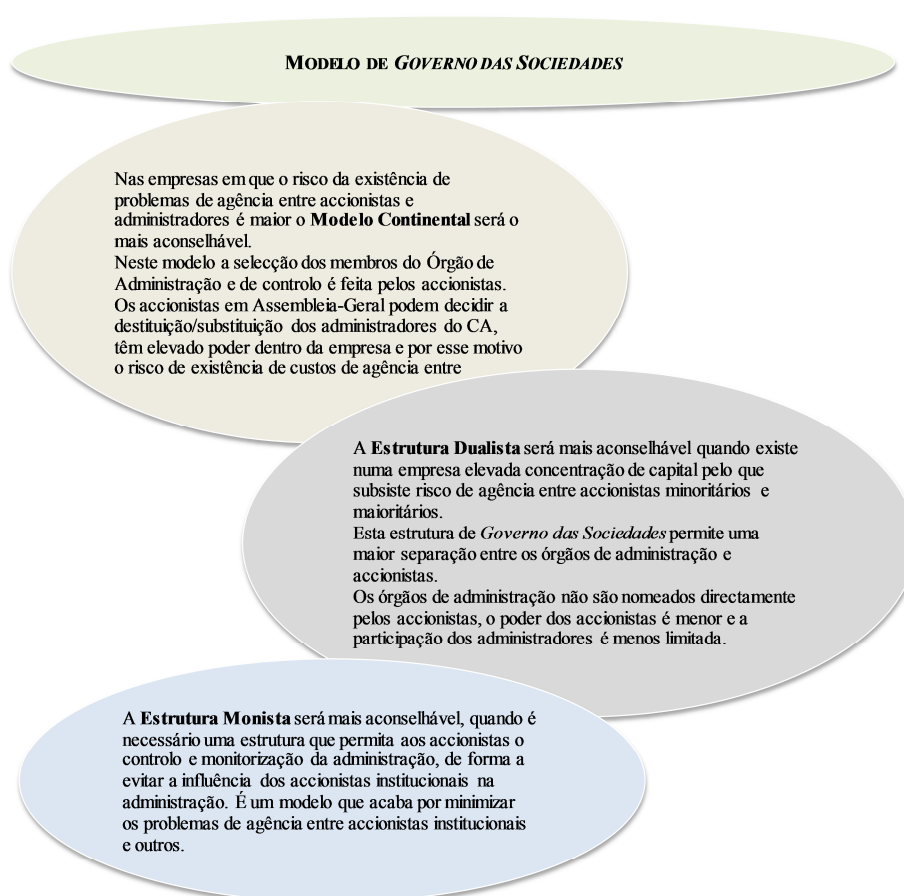
Porém, Klein (1998) encontrou uma relação estatisticamente significativa e positiva entre a existência de comissões, compostas por administradores e o desempenho da empresa, embora o autor não tenha encontrado uma relação sólida entre o desempenho da empresa e a composição do CA. Os resultados são consistentes com a afirmação de Fama *et al.* (1983) de que os administradores fornecem informações valiosas às comissões sobre as decisões de investimento de longo prazo das empresas.

Um bom governo societário permite às organizações adoptarem determinadas vantagens, designadamente: (i) possibilitar a afirmação de que o capital é utilizado de forma eficaz; (ii) garantir que tenham em consideração os interesses de um amplo número de agentes, nos quais se incluem as comunidades onde operam; (iii) clarificar as responsabilidades do CA para com a organização e os seus accionistas; (iv) assegurar que os órgãos operam em benefício da comunidade; e (v) sustentar a confiança dos investidores nacionais e estrangeiros e a atrair recursos financeiros estáveis de longo prazo. De facto, um Governo das Sociedades bem organizado, estruturado, responsável, eficiente e eficaz, concede vantagens, não só para os administradores e accionistas, mas inclusivamente para a sociedade no seu todo, na medida em que possibilita a

⁵⁴ Os administradores executivos devem possuir experiência e conhecimentos sólidos de gestão.

concretização de investimentos e, conseqüentemente, a dinamização da actividade económica, nas empresas de maior dimensão numa escala que não seria atingida sem a separação entre a propriedade e a administração.

Em resumo e relacionando os modelos de Governo com a “*Teoria da Agência*”, embora não esteja explícita esta divisão na Quadro II.1, abaixo indicado, facilmente se confrontam os mecanismos de Governo relacionados com o órgão de administração, os accionistas e os administradores, como remuneração e incentivos e os restantes com a teoria da agência.



Quadro II.1 - Modelos de *Governo das Sociedades* e o Risco de Existência de Problemas de Agência
Fonte: Elaboração Própria

1.2.6 – A Teoria da Agência

Os primeiros estudos teóricos e empíricos sobre a relação dos mecanismos de “*Governo das Sociedades*” e o respectivo desempenho surgiram no âmbito das finanças

empresariais, relacionadas com a dicotomia da separação entre a propriedade e o controlo das empresas modernas que se organizam sob a forma de sociedades com capital disperso, onde os investidores são substituídos na gestão das empresas por administradores executivos, cuja missão é garantir resultados aos accionistas. Aponta-se como exemplo, o estudo de Jensen *et al.* (1976) onde referem que os problemas de agência, resultantes dos conflitos de interesse entre os intervenientes: (i) são comuns a todas as actividades quer exista, ou não, uma relação de natureza hierárquica entre o principal e o agente; e (ii) evidenciam a relação entre a organização da propriedade e a “*Teoria da Agência*”. O trabalho destes autores contribuiu para a definição do termo de “*Governo das Sociedades*” que passou gradativamente a ser visto como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controlo, que visam minimizar os custos decorrentes do problema de agência. Em síntese, pode-se afirmar que a “*Teoria da Agência*” erigiu-se como uma das principais teorias que sustentam o “*Governo das Sociedades*”, o qual surge como um instrumento destinado a dirimir os conflitos de agência existentes entre os proprietários e a administração (García Lara *et al.*, 2007).

De facto, a “*Teoria da Agência*” enfatiza a essência contratual das empresas. Jensen *et al.* (1976) evidenciam a relação entre a “*Teoria da Agência*” e a propriedade da organização. Aí são também definidos dois conceitos: (i) o de relação de agência; e (ii) o de custos de agência. Desta interacção resulta que os executivos possam ter interesses, motivações e objectivos divergentes e até conflituantes relativamente aos accionistas. Para evitar este conflito de interesses será necessário criar mecanismos que incentivem uma convergência de objectivos.

A separação entre proprietários e administradores constitui o ponto fulcral da relação entre um mandante, proprietário, e um mandatário, administrador, identificado como agente do proprietário. Segundo, Jensen *et al.* (1976: 308) o contrato entre proprietário-administrador e os accionistas é designado como “*relação de agência*” e definem como “*o contrato sob o qual uma ou mais pessoas, o principal, incumbe a outra pessoa, o agente, de realizar ou desenvolver serviços em seu favor, delegando a gestão e conseqüente tomada de decisões*”. A esta definição estão associados, de forma implícita ou explícita, os conceitos de contrato e de representação, que envolve delegação de autoridade, de forma que o agente tome certas decisões em nome do

principal. Neste contexto, o objectivo básico desta teoria é determinar qual o contrato mais eficiente para gerir a relação principal-agente, tomando como referência o controlo do comportamento do agente, considerando certas circunstâncias como a relação com as pessoas, a organização e a informação (García Soto, 2003).

Jensen *et al.* (1976: 309) referem, ainda, que a visão contratual assenta na ideia de que a “*empresa é simplesmente uma forma de ficção legal que serve como um nexus de relações contratuais entre indivíduos, sendo também caracterizada pela existência de um conjunto de direitos residuais*”⁵⁵ sobre os activos e os cash-flows da empresa e que, normalmente são vendidos sem a necessidade de permissão dos restantes contratantes”. Contudo, os autores consideram que ambas as partes da relação são hipoteticamente maximizadoras da utilidade, visto que existem razões para acreditar que o agente não agirá sempre em função dos interesses do principal. No entanto, este limitará as divergências atribuindo incentivos⁵⁶ ao agente e, em seguida, supervisionar o seu comportamento. Efectivamente, as consequências da gestão em que o administrador é o autor não têm repercussões económicas directas no seu próprio património, mas sim, no dos proprietários da empresa. Neste caso, o administrador poderá não ser tão diligente ou correr riscos assaz elevados para atingir os seus objectivos. Inversamente, os accionistas ou os proprietários vertem a autoridade nos administradores, dada a sua especialização, conhecimento e delegação de competências. Porém, sendo assim, é mais complexo para o proprietário contestar as decisões tomadas pelo administrador.

Também, Korac-Kakabadse *et al.* (2001) referem que a “*Teoria da Agência*” fundamenta-se num conflito de interesses entre a propriedade e a gestão, enquanto o “*Governo das Sociedades*” pretende preservar os interesses dos accionistas, controlar a administração e o seu rendimento, rever as suas análises e isolar a gestão da função de controlo. Góis (2007) considera que se caracteriza pelo facto de existirem duas entidades distintas com objectivos diferentes, o principal que pretende que o agente actue no seu interesse, maximizando a sua riqueza e este último ambiciona maximizar os seus próprios interesses e recompensas.

⁵⁵ *Residual Claims.*

⁵⁶ Os incentivos poderão ser ou não financeiros a atribuir imediatamente ou num futuro.

O “*Bom Governo*” tem as suas origens na dualidade que existe entre a propriedade e o controlo, dado que a economia, a nível mundial, está estruturada através de empresas de grande dimensão, cujo capital pertence a um número indeterminado de investidores, as quais controlam os recursos ao nível de cada País. Neste sentido, Keasey *et al.* (1993) referem que o “*Governo das Sociedades*” deve ser visto em termos de duas dimensões: (i) acompanhamento do desempenho e o assegurar da responsabilidade da administração executiva para com os accionistas; e (ii) as estruturas e os processos necessários ao desenvolvimento de mecanismos de motivação e controlo do comportamento dos administradores executivos, com o intuito de obter crescimento do negócio e a continuidade da actividade.

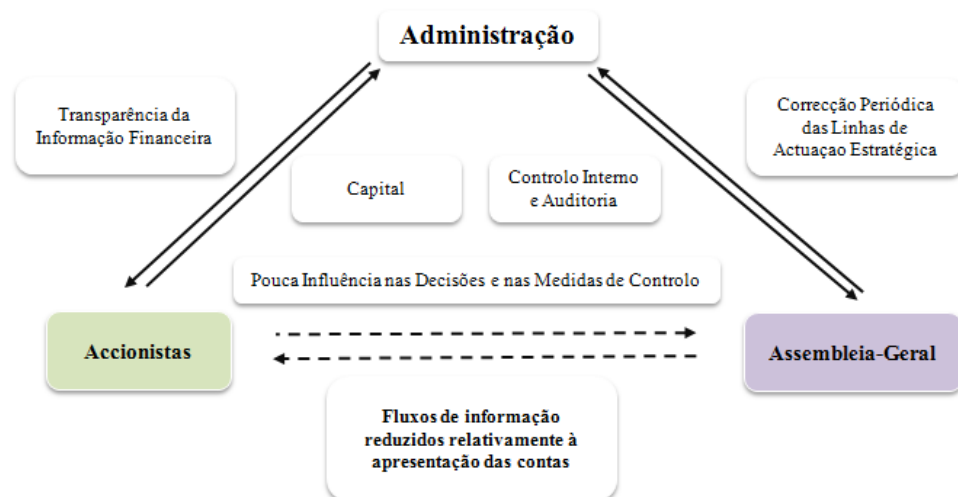


Figura II.7: Estrutura de Funcionamento dos Órgãos de uma Entidade
Fonte: Adaptado de Montgomery et al. (2003)

Não se pode descurar que ambos os grupos, administradores e accionistas, têm interesses, motivações e objectivos diferentes, todos geradores de conflito. Em geral, os accionistas estão interessados em obter o retorno do investimento enquanto os administradores procuram “*poder, prestígio e dinheiro e para isso tratam de impôr ao grupo empresarial objectivos consistentes com as suas próprias ambições*” (García Soto, 2003: I-1). Neste âmbito, Core *et al.* (2003) referem que os incentivos são definidos de acordo com a variação na riqueza dos executivos relativamente ao preço das acções da empresa, denominando-se de incentivos de capital porque utilizam os valores de capital cotados em bolsa, de modo a motivar o administrador a desenvolver os esforços conducentes ao aumento do valor da capitalização bolsista.

Todavia, 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 accionistas. Outro aspecto deve-se à aversão ao risco daqueles administradores, pois a sua remuneração variável está associada ao seu desempenho, enquanto os accionistas estão dispostos a correr riscos que impliquem maior rendibilidade, fruto da diversificação dos investimentos. Para evitar a existência desse conflito, os accionistas limitam as acções dos administradores executivos, adoptando medidas de incentivo na convergência de objectivos. A separação entre a propriedade e a gestão foi identificada e foram estudados os conflitos de agência que ocorrem entre os accionistas ou proprietários e os administradores executivos decorrentes de interesses divergentes. Enquanto os accionistas pretendem maximizar a sua riqueza, via aumento do valor da empresa, os administradores executivos pretendem maximizar a sua remuneração e reduzir o esforço pretendido na função de gestão.

Neste âmbito, 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 objectivos perseguidos e da assimetria de informação gerada, tais como: (i) a indexação da remuneração dos administradores executivos à riqueza criada para os accionistas, aferida nos resultados contabilísticos ou do mercado accionista; (ii) criação de comissões de auditoria e de controlo que apoiam o CA; e (iii) a existência de auditores externos que atestam da credibilidade da informação financeira elaborada pelos administradores executivos. Importa realçar que a assimetria de informação introduz insegurança nos mercados de valores mobiliários (Hail *et al.*, 2010a: 357). Na realidade, as empresas de grande dimensão passaram a ser dirigidas por profissionais especializados, o que gera conflitos de interesses com origem na separação entre a propriedade e o controlo dos meios, provocando assimetrias de informação entre a administração e os accionistas, conducente à consciencialização da necessidade de regulamentação do “*Governo das Sociedades*”. Chrisman *et al.* (2004) observaram, analisando uma amostra de empresas nos EUA, que o conflito entre accionistas e administradores é causado pela assimetria da informação.

Todavia, os accionistas confiam nos administradores executivos no intuito que estes adoptem políticas que maximizem o valor das acções, embora não raras vezes eles tomem atitudes que maximizam o seu bem-estar, porque uma das funções mais importantes do CA é a criação de incentivos que permitam o alinhamento dos seus interesses com os dos accionistas. Para Jensen *et al.* (1990) este alinhamento constitui uma meta exequível que se baseia na combinação de três políticas básicas, que têm como objectivo constituir um incentivo monetário para que os administradores maximizem o valor das empresas, daí que: (i) o CA detenha a propriedade de uma parte da empresa; (ii) os salários, bónus e planos de acções sejam estruturados de modo a propiciar maiores recompensas por desempenhos superiores e maiores penalizações em situações de desempenho menos conseguido; e (iii) a hipótese de despedimento por incumprimento de objectivos seja real.

Para Jensen *et al.* (1990) este alinhamento constitui uma meta exequível que se baseia na combinação de três políticas básicas, com o objectivo de constituir um incentivo monetário para que os administradores maximizem o valor das empresas, daí que: (i) o Conselho de Administração possa requerer a propriedade de uma parte substancial da empresa; (ii) os salários, bónus e planos de acções possam ser estruturados de modo a propiciar maiores recompensas por desempenhos superiores e maiores penalizações em situações de desempenho menos conseguido; e (iii) a hipótese de despedimento por incumprimento de objectivos possa ser real.

Veja-se actualmente, o caso relacionado com o Grupo BES (2014)⁵⁷, em Portugal, com elevado prejuízo para os accionistas e excessivo impacto na diminuição

⁵⁷ A KPMG, empresa de auditoria que deveria certificar o relatório do primeiro semestre do BES, não assinou ainda as contas apresentadas pela equipa de Vítor Bento e não se sabe quando o fará, nem se o fará, porque também não tem essas contas validadas pela equipa de gestão do banco. E é aqui que tudo se complica, porque há mais do que uma equipa de administração e que não se responsabilizam pela elaboração do relatório semestral do BES com prejuízos de 3,6 mil milhões de euros. A administração liderada por Vítor Bento não assina contas de um período cuja gestão não foi da sua responsabilidade, entrou a 14 de Julho, e a equipa anterior, presidida por Ricardo Salgado, também não assina contas que não foram fechadas sob a sua tutela, as contas foram apresentadas a 30 de Julho. O processo é complexo e não se vislumbra uma solução fácil para um problema que tem já quase um mês. A questão ganha ainda mais relevância quando se pensa que foram estas contas que acabaram por levar o Banco de Portugal à resolução do BES e à divisão em duas instituições o BES, que ficou com os activos tóxicos, e o Novo Banco, que deve relançar a actividade, cada uma com o seu presidente e a sua equipa de gestão. O problema agora é saber como é que o Novo Banco pode nascer de forma saudável sem que as últimas contas do BES estejam fechadas, assinadas e auditadas. Pior, sem o relatório encerrado, são muitas as questões relacionadas com a falência do BES que continuam por se entender com clareza e o arrastar da situação pode vir a originar problemas legais de resolução imprevisível. A única certeza é que é inadmissível que um banco acabe sem que alguém seja responsável pelas contas, Diário Económico de 27 de Agosto; *vide* <http://economico.sapo.pt/noticias>; acedido em Agosto de 2014.

da confiança do mercado de capitais e no desenvolvimento da actividade económica, apesar da existência de critérios restritivos, que seguidamente se mencionam a título de exemplo, sendo que o desempenho dos administradores executivos é medido com base em critérios financeiros e não financeiros, tais como: (i) rácio entre os custos operativos e o produto bancário total, indicador que traduz a actividade operacional, e que mede a capacidade de geração de receitas face aos custos operativos incorridos; (ii) resultado líquido do período, indicador que traduz o contributo para os accionistas; (iii) rácio entre o resultado líquido e os capitais próprios, indicador que mede a rentabilidade proporcionada em face do volume investido pelos accionistas; (iv) capitalização bolsista, que reflecte a apreciação efectuada pelos mercados do desempenho alcançado, traduzindo a riqueza efectivamente criada para os accionistas, o que permite alinhar a visão dos accionistas e dos mercados; (v) crédito *versus* depósitos, que qualifica o grau de equilíbrio da trajectória de crescimento, e permite aferir se esse crescimento assegura o cumprimento dos requisitos regulamentares para reduzir o endividamento estabelecidos para o sector financeiro em Portugal; (vi) indicador para aferir a solvabilidade do ponto de vista prudencial, com referências estipuladas tanto pelo Banco de Portugal como pela Autoridade Bancária Europeia; (vii) cumprimento das principais regras associadas à actividade da instituição, avaliação a efectuar pelas funções de Controlo Interno que evidenciam eventuais desconformidades nas áreas de risco, auditoria interna e de *compliance* e as medidas implementadas e/ou concretizadas para sanar tais insuficiências, as quais são reportadas ao Banco de Portugal; e (viii) indicadores de qualidade de serviço, por forma a incorporar a opinião da base de clientes sobre o grau de protecção dos seus interesses⁵⁸.

Embora, no cômputo das variáveis estejam explícitos também critérios de mercado, é claro que relativamente aos juízos contabilísticos, os administradores executivos optam por políticas e critérios, com impacto nos resultados, no desempenho e na posição financeira, como por exemplo vida útil dos activos de longa duração, valorização dos inventários, reconhecimento e valorização das imparidades, que resultem em valores contabilísticos que beneficiem os seus próprios interesses, em detrimento da riqueza dos accionistas (Scott, 2011). Por exemplo, no caso BES,

⁵⁸ Consultar Relatório e Contas Anuais, *vide* BES (2010), (2011), (2012) e (2013).

assistiu-se à prática de políticas para ocultar empréstimos efectuados dentro do Grupo e que não foram reconhecidos no balanço, e no caso do Banco Português de Negócios (BPN) foram capitalizados os gastos com abertura de agências.

Similarmente, aponta-se, à guisa de exemplo, uma outra situação respeitante a salários e bónus, como o Grupo Altri que atribui como incentivo ao CA uma componente variável de remuneração composta por: (i) retorno total para o accionista considerando a valorização da acção mais dividendo distribuído; (ii) somatório dos resultados líquidos dos últimos três anos; e (iii) evolução dos negócios da sociedade, considerando que o valor médio não pode exceder cinquenta por cento (50%) da remuneração fixa auferida nos últimos três anos⁵⁹. De facto, nos casos apontados e outros a observar, verifica-se o elevado grau de importância atribuído aos indicadores financeiros obtidos através de elementos e resultados contabilísticos.

Quanto às questões sobre a propriedade e o controlo, existe, em Portugal, uma coincidência entre a propriedade do capital, titularidade das participações sociais e o controlo, como possibilidade de influenciar as decisões na sociedade. Na verdade, nas sociedades anónimas, em princípio, a uma acção corresponde um voto, de acordo com o disposto no n.º 1, do artigo 384.º, do CSC, apesar de existirem casos excepcionais, tais como: os Grupos Semapa⁶⁰, Média Capital e Estoril Sol⁶¹, Lisgráfica⁶² e Portugal Telecom⁶³. No entanto, nem sempre a titularidade de determinada percentagem do capital representa um correspondente efeito de influência nas decisões da sociedade. Para além dos casos previstos no n.º 2, do artigo 384.º, do CSC⁶⁴, os direitos de voto de determinadas acções poderão estar suspensos ou existir acções preferenciais sem direito a voto, se o contrato de sociedade contemplar essa possibilidade, de acordo com o disposto no artigo 341.º e seguintes do CSC. Para certos efeitos legais, o importante é apurar a percentagem de voto e não a percentagem de capital. Assim, por exemplo, o

⁵⁹ Consultar Relatório e Contas Anuais, *vide* Altri (2010), (2011) e (2012).

⁶⁰ Um bloco de 385 acções corresponde a um voto.

⁶¹ Um bloco de 100 acções corresponde a um voto, quer na Média Capital, quer na Estoril Sol.

⁶² Um bloco de 2.500 acções corresponde a um voto.

⁶³ Um bloco de 500 acções corresponde a um voto.

⁶⁴ *Vide* a alínea b) do n.º 2 do artigo 384.º do CSC onde indica que “o contrato de sociedade pode estabelecer que não sejam contados votos acima de certo número, quando emitidos por um só accionista, em nome próprio ou também como representante de outro”. Na alínea c) indica que “a limitação de votos permitida pode ser estabelecida para todas as acções de uma ou mais categorias, mas não para accionistas determinados” (Serens, 2012).

dever de comunicação de participações qualificadas, artigos 16.º e seguintes do CVM, em sociedades abertas depende da percentagem do direito de voto de que o participante possa dispor, quer pela propriedade das acções ou o usufruto do direito de voto, quer ainda em virtude dos direitos de voto de terceiros, mas cujo sentido o participante possa influenciar, artigo 20.º e seguintes do CVM, veja-se por exemplo o caso do Grupo EDP⁶⁵.

A premissa comum é a da existência de interesses e objectivos divergentes entre administradores executivos e proprietários e que, caso não existam incentivos ou mecanismos de monitorização da acção dos executivos, estes últimos tomem decisões que maximizam os seus interesses pessoais em detrimento dos interesses dos proprietários. No entanto, é normal os administradores executivos preferirem aumentar o valor da empresa através do aumento do investimento, efectuado em projectos com Valor Actualizado Líquido (VAL)⁶⁶ inferior a zero porque esta opção intensificará o seu poder. O sobre investimento aumenta o poder dos administradores executivos, mas diminui a riqueza dos accionistas, porque os executivos vão investir mesmo que as perspectivas de lucro sejam reduzidas (Jensen, 1986). Veja-se as notícias divulgadas na imprensa relativamente a projectos lançados pelos grupos empresariais e que,

⁶⁵ As acções da categoria A correspondem a 80,30% do capital social e as de categoria B correspondem a 19,70%. As acções ordinárias (ou de Categoria A) não estão sujeitas a quaisquer limitações relativas à sua transmissibilidade, dado que, nos termos do CVM, as acções transaccionadas em mercado são livremente transmissíveis, embora os Estatutos da EDP contenham regras relativas à limitação do exercício de direito de voto, as quais se aplicam igualmente às acções ordinárias (ou de categoria A) e às acções da categoria B. As acções de categoria B são as acções a reprivatizar, que estão sujeitas a restrições quanto à sua titularidade, apenas podendo ser detidas pelo Estado ou por entidades que pertençam ao sector público. Segundo os Estatutos da EDP, actualmente em vigor, não serão considerados os votos emitidos por um accionista, em nome próprio ou como representante de outro, que excedam 25% da totalidade dos votos correspondentes ao capital social, limite que era de 20% até ter sido deliberada a respectiva alteração na Assembleia Geral de Accionistas, realizada a 20 de Fevereiro de 2012. Acresce que os accionistas que passem a deter uma participação igual ou superior a 5% dos direitos de voto ou do capital social, devem comunicar esse facto ao CA Executivo, no prazo de cinco dias úteis contados da data em que se tenha verificado a referida detenção, não podendo exercer os respectivos direitos de voto enquanto não houverem procedido a essa comunicação, *vide* www.edp.pt/pt/investidores/relatorioecontas/, acedido em Agosto de 2012.

⁶⁶ O VAL tem como objectivo avaliar a viabilidade de um projecto de investimento através do cálculo do valor actual de todos os seus *cash-flows*, sendo por isso um indicador muito utilizado em estudos análise de viabilidade. Este mesmo indicador pode ser usado também para medir o valor de qualquer outro activo que gere *cash-flows*, por exemplo, uma empresa, uma fábrica, um equipamento. Por valor actual entende-se o valor hoje de um determinado montante a obter no futuro. Como qualquer investimento apenas gera *cash-flow* no futuro, é necessário actualizar o valor de cada um desses *cash-flows* e compará-los com o valor do investimento. No caso do valor do investimento ser inferior ao valor actual dos *cash-flows*, o VAL é positivo o que significa que o projecto apresenta uma rentabilidade positiva. Para actualizar os *cash-flows* futuros é utilizada uma taxa a que se chama taxa de desconto. Esta taxa de desconto é não mais do que uma taxa de juro sem risco sendo normalmente utilizada a taxa de juro das Obrigações do Tesouro, acrescida de um prémio de risco estabelecido para o tipo de projectos em causa.

normalmente, provoca, num primeiro impacto, aumento do valor das cotações das acções.

No caso de empresas com o capital fortemente disperso, não está garantido que as equipas de gestão prossigam, permanentemente, os interesses da empresa, havendo, antes, razão para pensar que, em múltiplas situações, os administradores executivos procurarão em primeiro lugar maximizar o seu bem-estar, em vez de procurarem atingir os objectivos da empresa e dos seus accionistas. Observe-se como exemplo, para ilustrar a problemática da divergência de interesses, a tomada de riscos excessivos, em circunstâncias em que os executivos partilham dos benefícios em caso de sucesso, mas inversamente não partilham dos custos em caso de insucesso. É neste contexto que têm sido estudados vários mecanismos de “*Governo das Sociedades*”.

Considerando a complexidade do conceito de “*Governo das Sociedades*” existem teorias de base que enquadram o tema, embora as mais relevantes sejam:

- ✓ *Stewardship Theory* – defende que os executivos tendem a actuar mais no interesse da organização, que consideram uma extensão de si próprios, do que no seu próprio interesse. Nesta teoria, os executivos valorizam mais os aspectos de auto-reconhecimento, prestígio, realização profissional, responsabilidade, altruísmo, crenças, respeito pela autoridade e a motivação intrínseca pela satisfação na realização das suas tarefas (Barney, 1990; Barney *et al.*, 2011; Davis *et al.* 1997; Donaldson, 1985, 1990a, 1990b e Donaldson *et al.*, 1991). Donaldson *et al.* (1991) efectuaram um estudo que fornece evidência, embora não significativa, sobre a teoria que defende que os interesses dos accionistas são maximizados por incumbência partilhada de funções.
- ✓ *Agency Theory* – contempla a separação entre a propriedade da empresa e a gestão. A base da “*Teoria da Agência*” reside na motivação dos administradores para a maximização individual da sua “*utilidade*”, dado que a relação entre os accionistas e os administradores será sempre problemática. A grande questão reside no seguinte: como é que os accionistas evitam que os administradores maximizem a sua própria utilidade? Como os mercados não são completamente eficientes, nomeadamente no âmbito das assimetrias de informação, parte-se do

princípio de que os administradores tendem a defender os seus interesses e não os dos accionistas. Nesta perspectiva, o equilíbrio só se obtém quando os administradores detêm acções das empresas (Chrisman *et al.*, 2004; Donaldson *et al.*, 1991; Eisenhardt, 1989; Green, 1983; Jensen, 1986; Jensen *et al.*, 1976 e 1990; Li, 2011 e Nikkinen *et al.*, 2004).

- ✓ *Resource Dependence Theory* – toma em consideração os sistemas abertos em que as organizações se inserem, as transacções com o seu meio envolvente e os constrangimentos que advêm das redes de interdependência com outras organizações. Nesta teoria o “*Governo das Sociedades*” refere-se à construção de organizações de sucesso que possuem estruturas e interesses que se relacionam de modo eficiente e com o meio envolvente (Davis *et al.*, 2010; Drees *et al.*, 2013; Hillman *et al.*, 2009; Pfeffer *et al.*, 1978; Salancik, 1979; Sappington, 1991; Scott, 2003 e Sharif, 2014).

Todavia, os principais avanços têm-se centrado na “*Teoria da Agência*”, sendo não só a mais desenvolvida, mas aquela onde grande parte dos modelos e processos de “*Governo das Sociedades*” radicam. O marco teórico e conceptual proporcionado pela “*Teoria da Agência*” reconhece que o problema básico das organizações em que existe separação entre propriedade e gestão dos recursos, centra-se nas dificuldades com que se deparam os accionistas para assegurar que os resultados obtidos não sejam mal aplicados, pela administração, em projectos não rentáveis (Shleifer *et al.*, 1997).

Sendo que, uma empresa não é um indivíduo, mas uma forma de relação legal que resulta de um processo no qual os conflitos de interesses são colocados em confronto dentro de um quadro de relações contratuais, daí que o comportamento da empresa é comparado ao comportamento de mercado, isto é, resultado de um processo de equilíbrio assaz complexo.

Tendo em conta a relação “*principal-agente*” numa organização os accionistas são vistos como os principais, os quais delegam a sua autoridade nos administradores, que serão assim os seus agentes. Os conflitos de interesse que tipicamente surgem entre ambos são: (i) obtenção de benefícios não pecuniários por parte dos administradores, como os resultantes da aquisição de novas empresas, ou da frota automóvel colocada ao

seu dispor, muitas vezes contraditórios com a maximização do rendimento dos accionistas; (ii) diferentes atitudes face ao risco, os administradores são normalmente mais avessos ao risco do que os accionistas, devido à sua riqueza estar estreitamente ligada ao desempenho da organização, enquanto os accionistas possuem um *portfolio* diversificado de activos, reduzindo o risco; e (iii) os administradores, normalmente, privilegiam as acções de curto prazo, demonstrando sucesso, em detrimento de acções de longo prazo, mais favoráveis à organização. Neste enquadramento é de prever que os accionistas introduzam medidas fiscalizadoras e limitativas das acções dos administradores, de forma a garantir que haja uma convergência de interesses.

Zimmerman (2010) considera que a maximização do valor das acções, a política de dividendos, a recompensa dos administradores executivos e a implementação de um processo de auditoria e de controlo interno são alguns dos mecanismos utilizados para resolver os problemas de agência entre administradores e accionistas.

Quando o proprietário/administrador se financia por abertura de capitais a accionistas externos ou quando se adoptam mecanismos que visam reduzir os conflitos de interesses entre as partes, ocorrem determinados custos, denominados custos de agência gerados por divergência entre as partes. Estes emergem da redução da riqueza do administrador, enquanto accionista, que não é idêntica ao incremento dos benefícios pessoais retirados da actividade, ou da soma dos custos de monitorização e incentivos atribuídos aos administradores e a soma das perdas residuais que resultam da diferença entre o resultado hipotético e o resultado real. Nestas circunstâncias, o proprietário e/ou administrador procura maximizar os seus benefícios pessoais em detrimento dos accionistas externos. Estes custos reflectem o custo da separação entre a propriedade e a administração (Góis, 2007).

Nestes termos, a relação de representação contratual envolve custos, denominados de custos de agência, derivados do custo de alinhamento de interesses divergentes, e compreendem a soma das seguintes parcelas de custos para: (i) criar e estruturar os contratos entre o principal e o agente; (ii) monitorar as actividades dos administradores e de fiscalização pelo principal; (iii) ligação pelo agente; e (iv) perda residual, correspondente à privação da riqueza do principal em resultado da divergência de interesses, entre as decisões do agente e os interesses do principal, em relação ao

objectivo. Jensen *et al.* (1976) distinguem dois tipos de custos de agência como o custo do: (i) financiamento por acções detidas por accionistas externos; e (ii) endividamento.

No entanto, a dimensão dos custos de agência varia entre empresas, sendo influenciados por alguns factores, tais como: (i) custos de avaliação do desempenho do administrador, “*substituição*” do administrador, sistemas de incentivos e de aplicação de regras e políticas; (ii) facilidade com que os administradores exercem as suas preferências, por vezes contrárias à maximização do valor; (iii) nível de competição existente no mercado de administradores; (iv) eficiência do mercado de controlo das empresas; e (v) qualidade da estrutura de governo⁶⁷.

De facto, os custos de agência são, em si, graves porque originam prejuízo do bem-estar dos accionistas e têm consequências para a economia no seu todo, daí as repercussões no mercado de capitais, seja ao nível do custo de capital, seja ao nível da disponibilidade dos investidores para continuarem a financiar as empresas com capital disperso.

Também a diversificação da carteira para minimizar o risco explica que os investidores não tenham interesse ou não possam seguir o desenvolvimento das empresas em que participam como accionistas. Eis porque existe cada vez maior separação entre propriedade e controlo da empresa. Perante esta separação entre a propriedade e a administração da empresa, de acordo com a “*Teoria da Agência*”, o agente, neste caso a administração, intenta operar em seu próprio proveito, o que conduz a que os objectivos dos proprietários/accionistas tenham desvios que originam um custo de capital, conhecido na literatura contabilística como custo de agência (Jensen *et al.*, 1976).

No entanto, se o proprietário e/ou accionista observasse os actos da administração, então o contrato óptimo consistiria em pagar ao agente uma remuneração fixa se tomasse as decisões correctas e em situação inversa seria penalizado. O problema apresenta-se quando o proprietário e/ou accionista não observa as decisões do agente. Neste caso o contrato óptimo consistia em fazer participar o agente do resultado

⁶⁷ Maior custo de capital e menor valorização para as empresas com piores estruturas de governo, *vide* McKinsey (2002).

dos seus actos, sendo isto um incentivo para que actuasse em favor do proprietário e/ou accionista.

Na prática, a forma mais imediata para os proprietários da empresa avaliarem o desempenho dos administradores baseia-se em elementos contabilísticos, como a evolução do resultado líquido do período, do volume de negócios, do valor do património e do crédito atribuído a clientes. Porém, a contabilidade da empresa, em especial os critérios de definição, mensuração e reconhecimento dos elementos, que constituem as contas anuais, desenvolve-se aplicando obrigatoriamente os pressupostos base da informação financeira e que têm como principal escopo o cálculo do resultado, da situação financeira, patrimonial e económica permitindo aos utilizadores a tomada de decisões adequadas. Os procedimentos contabilísticos utilizados no cálculo do resultado de determinado período têm de facto efeito sobre as remunerações dos administradores e é frequente auferirem incentivos indexados ao lucro que a empresa consiga obter, nomeadamente com base no valor do EBITDA⁶⁸. Nestas circunstâncias, caberia pensar que se a administração analisa os resultados, e de facto existe evidência de que o fazem, o mesmo não aconteça em seu proveito, mas primordialmente em prol dos interesses dos accionistas, minimizar o risco e maximizar os fluxos de caixa esperados, com o fim de incrementar ou estabilizar a sua riqueza. Nos estudos realizados por Healy (1985) e Jensen *et al.* (1990), os autores alertam que o pagamento efectuado, aos administradores, com base em variáveis contabilísticas, representa um persuasivo instrumento de atracção para a gestão dos resultados.

Guercio *et al.* (1999) e Hartzell *et al.* (2003) defendem que a intervenção do “*Governo das Sociedades*”, nas entidades participadas, pelos investidores institucionais assume um papel importante na atenuação dos problemas de agência entre administradores e accionistas, isto é, os investidores institucionais limitam o comportamento dos administradores e sugerem, ainda, que a intervenção desses investidores seja no sentido de aumentar o valor e o desempenho empresarial.

Contudo, os actuais Códigos de Conduta e de Bom Governo deixam clara a crescente preocupação para garantir a correcta gestão das organizações, especialmente

⁶⁸ Vide a generalidade dos relatórios e contas anuais publicados pelas empresas cotadas em bolsa, in www.cmvm.pt/.

das entidades com títulos cotados e das que têm o seu capital repartido por acções, onde a propriedade e o controlo estão claramente diferenciados. Segundo Alonso (1998: 5) “*Não basta ter a condição de proprietário, deter votos nas assembleias gerais de Accionistas e ocupar um lugar no CA para afirmar o Bom Governo da Organização*”.

A “*Teoria de Agência*”, estará subjacente em todos os aspectos analisados e estudados neste capítulo, definindo-se a relação de agência como um contrato, pelo qual uma ou mais pessoas, o(s) principal(ais), levam a que outra, o agente, actue em sua representação, mediante a delegação do poder de decisão. Numa sociedade comercial os principais serão os accionistas e os agentes os administradores. Dado o problema de agência que o “*Governo das Sociedades*” implica, convém estudar os mecanismos de acção colectiva ao dispor dos accionistas para reduzir as assimetrias de informação e as dificuldades de fiscalização.

Tais mecanismos, em termos de Governo das Sociedades correspondem: (i) vertente interna, que equivale “*ao conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade*”; e (ii) vertente externa, consiste na “*avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado*” (CMVM, 2007: 3). Alguns autores, nomeadamente Iskander (2000) seguem uma abordagem semelhante, distinguindo os mecanismos que se referem a incentivos internos, ou seja, que definem as relações entre os principais intervenientes na organização, dos que se referem a forças externas, como a legislação e os regulamentos.

A concentração de propriedade e/ou poder de voto é a forma mais vulgar de “*Governo das Sociedades*” nos países da OCDE e nos países em vias de desenvolvimento, o que é corroborado pelos resultados de um estudo orientado por La Porta *et al.* (1999) em vinte e sete (27) países desenvolvidos e incidindo sobre empresas cotadas, que demonstram que as empresas com accionistas maioritários são dominantes e que na maior parte das vezes esse accionista é uma família seguindo-se o Estado como accionista maioritário mais frequente. Outra conclusão relaciona-se com a forma de controlo mais comum das empresas através de uma estrutura piramidal e em países onde há uma boa protecção ao investidor há uma proporção mais elevada de empresas de capital disperso.

Uma das vantagens é permitir que o accionista maioritário tenha influência suficiente para controlar a administração e implementar as mudanças necessárias, mas acarreta também os seus próprios problemas de agência como a possibilidade de expropriação dos accionistas minoritários, atendendo a que “*o accionista maioritário está, por norma, directa ou indirectamente, envolvido na gestão e dispõe de mais informação que os accionistas minoritários. Pode usar esta assimetria de informação em proveito próprio, em prejuízo da empresa no seu todo, e dos accionistas minoritários em particular*” (Silva *et al.*, 2006b: 16). Shleifer (1997: 33) refere a existência de privação de investidores, empregados e outros elementos relevantes no “*Governo das Sociedades*”, para além dos administradores, que não terão a motivação necessária para efectuar investimentos avultados e de risco na empresa.

Silva *et al.* (2006b: 30) mencionam que os investidores institucionais são, normalmente, vistos como desempenhando um papel importante na fiscalização e no controlo das empresas, com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, são considerados informados, aprimorados e com potencial para influenciar e controlar a equipa de gestão sem o perigo de expropriação dos pequenos accionistas, embora, não tenham forçosamente vocação, interesse e condições ou nem sempre sejam eficazes para o exercício desse papel de fiscalização e controlo.

No caso dos mercados accionistas com liquidez há quem argumente que tendo os investidores a opção de facilmente “*abandonar*” a empresa, não terão a motivação necessária para exercer fiscalização sobre a administração. Daí afirmar-se que no mercado norte-americano os grandes investidores não possuem os incentivos para controlar a administração, atendendo à forte liquidez deste mercado. Outra perspectiva, é a de que nos mercados com liquidez os investidores optarem que seja o mercado a exercer o controlo sobre a administração e dessa forma limitam a sua participação na sociedade, de forma que o preço das acções transaccionadas reflecta o desempenho.

Regra geral, um aumento do número de accionistas ou da dispersão do capital conduz a uma maior liquidez (Becht, 1999). Além disso, resultados empíricos mostram também que se a administração possuir maior propriedade da empresa provoca redução de liquidez, devido à maior probabilidade de transacção com um *insider* (Becht *et al.*,

2003). Observe-se o caso do mercado bolsista português que se caracteriza por um elevado grau de concentração accionista e reduzida liquidez.

Face ao exposto, o “*Governo das Sociedades*” funciona como um sistema de resolução de conflitos entre os diferentes participantes na estrutura da empresa, accionistas e administradores, e também trabalhadores, clientes, fornecedores e instituições públicas e financeiras. É claro que a minimização ou anulação dos conflitos depende dos resultados da empresa. Nessa perspectiva, sugere-se a análise de aspectos como o papel da administração, a influência da estrutura da propriedade e do controlo de actuação, o modelo dos órgãos societários, a supervisão e controlo, a separação do poder de decisão e controlo entre os diferentes membros do CA. No “*Governo das Sociedades*” o que mais importa não é a maior ou menor concentração de propriedade e/ou poder de voto, mas sim a capacidade dos accionistas, se necessário, intervirem e exercerem controlo sobre a administração. No entanto, deve-se ter presente que a principal função do CA é conduzir os negócios ordinários da entidade, uma vez que nas empresas de maior dimensão as funções de gestão são assumidas por pessoas especializadas da equipa de administração, sob a atenção e autoridade imediata. Segundo Olivencia *et al.* (1999: 20) o CA deve assumir as responsabilidades seguintes: (i) aprovação das estratégias gerais da sociedade; (ii) nomeação, retribuição e destituição dos administradores executivos; (iii) controlo da actividade de gestão e avaliação dos administradores executivos; (iv) identificação dos principais riscos da sociedade, implementação e acompanhamento dos sistemas de controlo interno e de informação adequada; e (v) determinação das políticas de informação e comunicação aos accionistas, mercados e opinião pública.

Em suma, o conceito da “*Teoria da Agência*” inerente à realização óptima de tarefas organizacionais e de bem-estar dos proprietários em conjunto com a estrutura de “*Governo das Sociedades*” ajudará a solucionar questões como: (i) a falta de responsabilidade dos administradores; (ii) ausência de transparência; e (iii) qualidade, apresentação e divulgação da informação. Efectivamente, para existir um melhor desempenho da administração executiva e reduzir os problemas existentes é essencial que o CA supervise a actuação dos administradores executivos e institua comissões especializadas, como de auditoria, de nomeações e de salários e retribuições, de forma

que tais comissões se limitem a preparar e a facilitar as decisões do CA e não a exercer as suas funções por delegação. Um dos erros existentes relaciona-se com o facto de que as comissões exercem as suas funções por delegação e não informam com detalhe suficiente o debate das questões relevantes. Por exemplo, o CA da *Gowex* era apenas constituído por administradores executivos, sendo um dos administradores casado com o Presidente do CA, o que limitava, ou mesmo, impossibilitava o controlo da gestão empresarial.

1.2.7 – Os Ditames da Actuação dos Órgãos Sociais

1.2.7.1 – Bases Fundamentais

As actuais exigências de profissionalismo, requisito imposto aos elementos que constituem o CA das sociedades que estão presentes no mercado de capitais, assim como a necessidade de estabelecer rigorosos mecanismos de direcção e controlo da gestão que salvaguarde os interesses dos accionistas e dos investidores, impõe aos referidos titulares um papel de capital importância e de actuação eficaz e eficiente. Góis (2007: 37) refere que o CA deve constituir um fórum deliberativo, representando não só os interesses dos accionistas, mas também o conjunto de interesses representados entre os utilizadores da informação, que acrescentam valor.

Como sùmula do exposto surge o Livro Verde (Comissão Europeia, 2011: 3) onde considera que são necessários CA com elevados níveis de eficácia no seu desempenho para instigar os órgãos executivos, significando que os CA devem ser constituídos por membros não executivos multifacetados, qualificados e com experiência profissional adequada e em permanência no desempenho das funções. O Presidente do CA assume um papel relevante, dada a sua responsabilidade na gestão do risco. Efectivamente a composição do CA tem de se adequar às actividades da empresa, pelo que os membros não executivos do conselho devem ser seleccionados com base no mérito, qualificações profissionais, experiência, qualidades pessoais dos candidatos, independência e diversidade.

A diversidade de perfis e formações dos membros é importante na medida em que confere ao CA um leque variado de competências, pontos de vista e valências, o

que conduz a um maior volume de recursos e conhecimentos especializados. As diferentes experiências de liderança, os antecedentes nacionais ou regionais ou o género constituem um meio eficaz de reduzir o “*pensamento de grupo*” e gerar novas ideias. Uma maior diversidade conduz a um debate mais aprofundado, mais monitorização e mais desafios nas reuniões dos CA o que potenciará um resultado de melhores decisões, embora possam ser mais demoradas, o que provocará, por outro lado, constrangimentos. Por conseguinte, o empenho e o apoio do presidente são indispensáveis.

Segundo o estudo de Góis (2007: 298) em Portugal a proporção de administradores não executivos independentes situava-se na média dos 17%, no período de 1996-2001, para as empresas não financeiras que integravam o PSI Geral, mais baixo do que no caso espanhol, em que a média se situava nos 30% de acordo com Mayoral Monterrey *et al.* (2008). No entanto, no estudo efectuado, Góis (2007), não encontrou relação entre o nível de independência do CA das empresas portuguesas e a qualidade das DF apresentadas. O estudo efectuado para o período de 2010-2012, apresentado na II Parte deste trabalho, observa-se que a proporção de administradores não executivos independentes situa-se na média dos 17,95%, para as empresas não financeiras que integravam o PSI Geral, apresentando apenas um ligeiro aumento, relativamente à média apresentada no estudo de Góis (2007), o que evidencia a não existência de grandes alterações entre os dois períodos.

Segundo Fama (1980) a supremacia dos membros do CA internos constitui um factor que cria as condições para a ocorrência da transferência de riqueza dos accionistas para os administradores executivos da entidade. Conforme já referido, a inclusão de membros externos no CA implica a inclusão de membros que actuam como árbitros nos desentendimentos entre os que são internos e visa ratificar as decisões que envolvem problemas de agência mais complexos.

É fundamental, que os administradores se sintam independentes, embora não seja condição suficiente, para que a sua missão seja adequadamente cumprida, pois é imprescindível que sejam competentes, íntegros, responsáveis e que consagrem tempo suficiente aos assuntos da empresa. Lamentavelmente, um ex-administrador não executivo do BES admitiu que os administradores não executivos não tinham nada a ver

com a vida diária do banco, limitavam-se a estar presentes nas reuniões do CA quando eram convocados, quatro ou cinco vezes por ano e o que conheciam da vida do banco era o que era reportado nessas reuniões pelos quadros superiores (Simões, 2014).

Contudo, segundo Silva *et al.* (2006b: 29), “...muitas vezes, os administradores independentes não têm tempo, nem conhecimentos, quer no campo financeiro, quer no campo técnico específico do negócio, para absorver toda a informação necessária à compreensão do funcionamento da empresa, pelo que os administradores executivos acabam por se encontrarem em situação privilegiada relativamente aos administradores não executivos”. Importa relevar que, os membros não executivos têm, fundamentalmente, dois papéis: o de consultores estratégicos e o de observadores da organização. Assim, o CA “deve incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos” (CMVM, 2007: II.1.2.1).

Em todos os países, as empresas possuem, pelo menos, um órgão de administração, a quem compete tomar as decisões de gestão quotidianas. Porém, frequentemente, tal responsabilidade é cometida a um número limitado dos seus membros, os chamados “Administradores Executivos”. Estes nas suas funções são auxiliados por gestores que, não integrando o órgão de administração, têm também responsabilidades e competências na administração das empresas. Entre os gestores existem, por norma, vários níveis hierárquicos. Os gestores em conjunto com a administração executiva têm a responsabilidade e assumem um papel crucial no que respeita à definição da política estratégica da empresa.

Um outro elemento a ter em atenção relaciona-se com a necessidade do CA reunir com a regularidade que se configure adequadamente para seguir de perto as actuações dos administradores executivos e tomar as decisões de forma oportuna e atempada. De acordo, com o estipulado pela CMVM, o relatório de “*Governo das Sociedades*” deve indicar o número de reuniões efectuadas pelo CA (CMVM, 2010)⁶⁹. O Conselho deverá analisar detalhadamente o orçamento, o desenvolvimento e grau de

⁶⁹ Anexo I, n.ºs I.1 a I.22, ponto III.2.7. Consolidação de Fontes Normativas e do Código de Governo das Sociedades, vide www.cmvm.pt/.

execução do plano estratégico, assim como as DF que serão depois enviadas às entidades reguladoras e de supervisão dos mercados para a sua publicação.

Sem prejuízo de, em função das circunstâncias jurídicas e institucionais em que cada empresa se insere, a política executiva e estratégica tem de ser aprovada pelo órgão de administração no seu todo, ou mesmo pela Assembleia-Geral de accionistas. É frequente que a política estratégica seja concebida, formulada e advogada pela equipa de gestão.

Convém deixar claro que as Recomendações ao Código do Governo das Sociedades, (CMVM, 2010: II.1.3.2), indicam que “*O processo de selecção de candidatos não executivos deve ser concebido de forma a impedir a interferência dos administradores executivos*”. Deste modo, interessa analisar em termos de relação com o desempenho da organização, a independência dos órgãos de administração, dado ser um aspecto fulcral em que assentam muitos dos Códigos de Boas Práticas e do Governo das Sociedades, e que é medida através de vários critérios, nomeadamente, separação dos papéis de CEO e de Presidente do CA, proporção de administradores independentes nos órgãos de administração, ou a existência de comissões de apoio.

Tanto Becht *et al.* (2003) como MacAvoy *et al.* (2003) afirmam que os estudos existentes demonstram não haver relação entre a independência dos órgãos de administração e o desempenho da organização, ou, quanto muito, que os resultados são ambíguos, nomeadamente em relação à separação das funções de CEO e de Presidente CA, em que as conclusões são díspares. Um exemplo actual da não independência dos órgãos de administração foi a nomeação, em Outubro de 2014, de *Brian Thomas Moynihan* como *Chairman* do *Bank of American*, onde exerce as funções de CEO desde Janeiro de 2010⁷⁰. Contudo, os resultados do trabalho levado a cabo em MacAvoy *et al.* (2003) não deixam dúvidas aos seus autores, evidenciando que as empresas com melhores sistemas de governo, órgãos de administração activos e independentes, são aquelas que apresentam melhor rendibilidade, medida através do EVATM, quando comparadas com empresas com sistemas de governo menos elaborados. Porém, pesquisas efectuadas por Weisbach (1988), Byrd *et al.* (1992) e Brickley *et al.* (1994),

⁷⁰ Vide <http://newsroom.bankofamerica.com/brian-moynihanide>, acedido em Outubro de 2014.

citado em Short (1999: 399) relativas ao papel desempenhado pelos membros não executivos, apontam para uma melhoria substancial da sua responsabilidade em situações de crise.

Em análise aos Relatórios sobre Governo das Sociedades, publicados em Portugal, verifica-se que algumas entidades não cumprem as Recomendações ao Código do Governo das Sociedades (CMVM, 2010), indicadas no capítulo II, ponto 1.1.2. *“As sociedades devem criar sistemas internos de controlo de gestão de riscos, em salvaguarda do seu valor e em benefício da transparência do seu governo societário, que permitam identificar e gerir o risco. Esses sistemas devem integrar, pelo menos, as seguintes componentes: i) fixação dos objectivos estratégicos da sociedade em matéria de assumpção de riscos; ii) identificação dos principais riscos ligados à concreta actividade exercida e dos eventos susceptíveis de originar riscos; iii) análise e mensuração do impacto e da probabilidade de ocorrência de cada um dos riscos potenciais; iv) gestão do risco com vista ao alinhamento dos riscos efectivamente incorridos com a opção estratégica da sociedade quanto á assumpção de riscos; v) mecanismos de controlo da execução das medidas de gestão de risco adoptadas e da sua eficácia; vi) adopção de mecanismos internos de informação e comunicação sobre diversas componentes do sistema e de alertas de riscos; vii) avaliação periódica do sistema implementado e adopção das modificações que se mostrem necessárias”*.

Neste sentido, o CA deve ser constituído por um número razoável de membros, de forma a assegurar a sua operacionalidade e o trabalho de cada elemento, e contar com todos os meios necessários para o melhor e mais eficaz exercício das suas funções, incluindo a comunicação com os responsáveis das diferentes áreas de negócio e de serviços, como a assistência de profissionais especializados.

Fama (1980), Fama *et al.* (1983) e Short (1999) interrogam-se se os membros não executivos têm incentivos para minorar as actividades dos administradores executivos por força da necessidade de manterem as suas reputações como *“peritos de decisão”* no seu mercado de trabalho. Embora os desenvolvimentos recentes atribuam grande confiança ao papel dos membros não executivos como controladores independentes das acções dos administradores executivos, este papel estará comprometido pelo inerente conflito de interesses ocasionado pela sua dependência em

termos de envolvimento e remuneração, nomeadamente quando a sua contratação for efectuada com elevadas retribuições e por iniciativa dos administradores executivos.

São apresentados, ainda, outros resultados empíricos (MacAvoy *et al.*, 2003), como: (i) um dos cenários onde os incentivos aos administradores são críticos é numa OPA – recorrer a certo tipo de bónus torna os administradores mais receptivos a ofertas de aquisição; (ii) dimensão reduzida dos órgãos de administração é um elemento indiciador de um “*Governo das Sociedades*” eficaz; e (iii) não existe correlação entre a proporção de administradores exteriores ao Grupo Empresarial e a adopção de medidas anti-OPA, por parte dos órgãos de administração. Genericamente, afirma-se não existir correlação entre a composição dos órgãos de administração e as várias medidas de desempenho de uma Organização.

Williamson (2008) refere que, apesar das numerosas e significativas contribuições para a literatura sobre a eficácia dos CA, ainda há um consenso que necessita de ser desenvolvido. Em parte, devido a uma falta de acordo sobre as regras do jogo, através das quais se observa e interpreta os CA, como sejam o uso de diferentes análises e contributos. O autor examina os CA através da análise dos contratos de governo com o objectivo de como: (i) descobrir os factores que são responsáveis pelas limitações intrínsecas da composição do conselho, no que respeita a acompanhamento e contrapartidas como limitações; e (ii) dar parecer sobre o mérito de reformas propostas, às quais é necessário ter como considerações a credibilidade e integridade do conselho como factores relevantes.

O estabelecimento de regras, critérios ou recomendações do “*Governo das Sociedades*” no que diz respeito à composição do CA e às suas comissões, deve ter em conta a estrutura do capital social para o cumprimento dos fins gerais de protecção dos accionistas minoritários. Quanto à definição do número e proporção que deve existir de administradores externos independentes, segundo Aldama Miñón *et al.* (2003: 36) é necessário uma maioria e dentro desses, um número significativo de administradores independentes tendo em conta a estrutura accionista da sociedade e do capital representado no CA. O CA é um órgão que acumula funções de administração e de fiscalização e possui, regra geral, uma estrutura híbrida. Os administradores são

nomeados de acordo com os estatutos, ou eleitos pelos accionistas, nunca podendo os seus mandatos exceder quatro anos. Porém, de acordo com o disposto no n.º 2 do artigo 390.º, do CSC, em entidades com um capital social inferior a 200.000 euros, a gestão pode estar a cargo de um só administrador (Serens, 2012).

No seio dos órgãos de administração existem ainda várias comissões, como por exemplo comissão de nomeação, comissão de remuneração, comissão de auditoria e comissão de análise e gestão de riscos. A existência de comissões especializadas está prevista no CSC, designadamente no n.º 1 do artigo 407.º, onde se refere que “...*pode o conselho encarregar especialmente algum ou alguns administradores de se ocuparem de certas matérias de administração...*”, constituindo as comissões de análise de políticas de remuneração um bom exemplo desta prática nas sociedades comerciais portuguesas (Serens, 2012). No caso das comissões executivas em que há uma delegação das funções de gestão corrente da sociedade por parte do CA, segundo o n.º 4 do artigo 407.º do CSC, este “*deve fixar os limites da delegação, (...) e, no caso de criar uma comissão, deve estabelecer a composição e o modo de funcionamento desta*”.

A Assembleia-Geral está praticamente destituída de competências de gestão, só se pronunciando, apenas, sobre as actividades de gestão da sociedade se houver um pedido expresso do órgão de administração (Serens, 2012). Além disso, Câmara (2001: 47) enuncia que “*não existe sequer um dever de consulta prévia à Assembleia-Geral em decisões cruciais de gestão...*”.

Relativamente a esta matéria, verifica-se, por exemplo uma incongruência no caso da EDP, em que o Presidente da Assembleia-Geral é remunerado como membro do Conselho Geral e de Supervisão. Contudo, é nas assembleias gerais que os accionistas exercem o seu voto. Nas sociedades abertas tal exercício é um direito fundamental dos accionistas. O voto pode ser exercido por representação, ou por correspondência, tendo esta prática vindo a ser bastante estimulada pela CMVM, nomeadamente através das “*Recomendações relativas ao exercício do voto por correspondência nas sociedades abertas*”, emitidas em 2001. Como destinatários incluem-se os accionistas com direito de voto e os potenciais investidores, mas também os titulares dos respectivos órgãos sociais, nomeadamente o secretário e o presidente da mesa da Assembleia-Geral. Nas

recomendações emitidas, o voto por correspondência já contempla o voto por envio electrónico.

Nas sociedades anónimas existe ainda um órgão de fiscalização, constituído por um conselho fiscal ou um fiscal único, que obriga à inclusão de um ROC, designadamente para efeitos da certificação legal de contas, e que terá cumprir os critérios de independência instituídos⁷¹. Não obstante, esta exigência não é suficiente, em termos da informação necessária, a disponibilizar aos mercados mobiliários, apesar de ser importante neste contexto, considerando o papel a desempenhar pelo auditor externo.

Convém, também, referir que se observa que a estrutura monista é dominante em Portugal, embora as sociedades possam adoptar estruturas dualistas. Neste caso órgãos sociais são compostos por um CA executivo, conselho geral e de supervisão e conselho fiscal que terá de incluir um ROC, sendo também obrigatória a existência no Conselho Geral e de Supervisão de uma Comissão para as matérias financeiras (Serens, 2012), como é o caso de duas empresas do PSI 20 que adoptam o sistema dualista, BCP e EDP. Porém, na Alemanha predomina o sistema dualista constituído por um conselho de administração (*Verwaltungsrat*) e um conselho de supervisão (*Vorsichtsrat*) que deve dedicar-se essencialmente a vigiar ou supervisionar e não a administrar, apoiado por comissões específicas.

1.2.7.2 – A Remuneração do Conselho de Administração

A remuneração dos administradores vem sendo utilizada como instrumento para alinhar os interesses dos accionistas e dos administradores executivos e, conseqüentemente, reduzir os custos de agência. Neste âmbito, a compensação dos administradores é classificada em quatro categorias: (i) nível de remuneração; (ii) remuneração base; (iii) remuneração variável; e (iv) benefícios. Para além das quatro categorias de compensação, os administradores também obtêm direitos incluídos em planos, que abrangem benefícios especiais, nomeadamente seguros de vida, privilégios e planos de

⁷¹ De acordo com o Código de Ética e Deontologia Profissional da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (OROC), Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (OTOC), IFAC e AICPA.

reforma, sendo considerado normal que a compensação aumente com a dimensão da empresa. As maiores empresas, admitem, teoricamente, administradores mais qualificados, pois a dimensão da entidade é um dos principais determinantes da remuneração (Conyon *et al.*, 1995 e Short 1999: 341).

No entanto, relativamente aos administradores não executivos o Código do Governo das Sociedades (CMVM, 2013: III.2) recomenda “*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*”. Não obstante, no caso dos Grupos Semapa e NovaBase, há administradores não executivos que auferem uma remuneração em que uma parte é variável, embora não haja especificação ou explicação no relatório sobre a base de cálculo dessa parte variável. No Grupo Portugal Telecom, o Presidente do CA, com estatuto de independente, recebeu prémios de mandato e extraordinários, para além da remuneração fixa atribuída⁷².

É claro que na base da actuação dos administradores estão os incentivos explícitos, tendo regra geral a remuneração enquanto elemento associado ao desempenho, bem como os implícitos, estes traduzidos na ameaça de demissão ou na possibilidade de prestação de serviços aos órgãos de administração após a aposentação. Normalmente, os incentivos relacionados com a atribuição de indemnizações, por demissão ou planos de reforma, não são divulgados constando em contratos assinados aquando da admissão, como garantias a atribuir.

Apresentar a título de exemplo o Grupo GALP Energia (2011: 44-45), em que “*a remuneração variável está indexada a uma árvore de objectivos/indicadores económico-financeiros, operacionais, de qualidade de serviço e de segurança/ambientais, considerados relevantes para a monitorização da actividade da Empresa, da unidade de negócio e da área operacional. Os objectivos definidos têm subjacente o recurso a indicadores da criação de valor para o accionista e do equilíbrio entre a responsabilidade individual e uma cultura promotora do negócio/da equipa. A política de retribuição variável liga-se, assim, a um sistema de avaliação de*

⁷² Vide Relatórios e Contas Anuais, das empresas referidas, para os anos de 2010, 2011 e 2012, in www.cmvm.pt/.

desempenho baseado no grau de cumprimento dos objectivos estabelecidos, recompensando e distinguindo os melhores desempenhos segundo um método previsível e transparente, no sentido em que a melhores avaliações corresponderão melhores prémios. De modo a garantir a coerência entre os resultados obtidos e os prémios atribuídos, o valor total dos prémios a distribuir está indexado ao resultado líquido⁷³ do grupo Galp Energia e as regras de minoração e majoração daquele valor estão definidas e são divulgadas. Estas regras de indexação podem, inclusivamente, levar a que não sejam atribuídos prémios se os resultados líquidos do Grupo ficarem abaixo de 80% do orçamento”, indicado no relatório da gestão, de Governo e contas anuais consolidadas, para o ano de 2011⁷⁴.

Assim, os sistemas de pagamento com base no desempenho constituem um influente mecanismo de motivação da actividade humana. Com efeito, é de tal forma persuasivo que, muitas vezes, induz a efeitos opostos ao objectivo inicial para dinamizar o desempenho. Convém realçar o facto de que o montante a atribuir de remuneração variável pode ser superior ao valor da remuneração fixa atribuída. Neste âmbito Baker *et al.* (1988) referem que se encontram dois tipos de sistemas de incentivos com base no desempenho, que estarão suportados em promoções ou em bónus. As promoções são utilizadas como incentivos primários na maioria das entidades e, combinadas com uma ausência virtual de políticas de compensação com pagamento tendo por base o desempenho, enquanto os sistemas de bónus são considerados mais adequados para os níveis de topo da hierarquia, onde a promoção é impossível ou de difícil ocorrência.

Nos últimos anos, a componente variável da remuneração, geralmente ligada ao desempenho e às responsabilidades, tornou-se predominante, apesar de ter surgido um desfasamento entre o desempenho e a remuneração dos administradores executivos. A existência de políticas de remuneração e/ou estruturas de incentivo deficientes induz a transferências de valor injustificadas para os administradores executivos em detrimento das sociedades, dos accionistas e de outras partes interessadas. Por outro lado, uma

⁷³ O cálculo do Resultado Líquido tem, subjacente, critérios e políticas contabilísticas definidas pelo órgão de administração, de acordo com o normativo contabilístico, o CSC e os estatutos de grupo.

⁷⁴ Publicado em www.galpennergia.com/PT/investidor/Relatorios/, acedido em Fevereiro de 2013.

orientação para os critérios de desempenho a curto prazo pode ter uma influência negativa sobre a viabilidade a longo prazo da empresa (Comissão Europeia, 2011: 10).

Contudo, verifica-se que no Sistema Anglo-Saxónico, as remunerações variáveis são a principal componente remuneratória dos administradores, sendo o seu valor por norma ligado aos resultados ou à capitalização bolsista, visando-se o alinhamento de interesses entre os accionistas e administradores (Silva *et al.*, 2006b: 22).

No que diz respeito à exigência de divulgação das remunerações relativas aos órgãos societários devem ser entendidas como medidas de transparência indispensáveis para que se conheçam os interesses e se avaliem as condições de independência de quem tem a responsabilidade de conduzir os destinos dos grupos empresariais. Assim, o cumprimento das recomendações previstas na legislação sobre “*Governo das Sociedades*” relativamente à divulgação das remunerações consiste em assegurar que as empresas devem ter uma política de comunicação e de transparência, perante os accionistas e o mercado em geral, permitindo que toda a informação relevante sobre a sociedade seja de acesso fácil e universal, evitando assimetrias de informação entre os investidores e deve garantir que todos os documentos legais, agentes e eventos da vida societária constituam material de divulgação e que sobre eles possa ser formulado juízo relativo ao seu impacto no valor da empresa.

Porém, as práticas de gestão dos resultados surgem como consequência do problema de agência que conduzem à existência de informação de natureza assimétrica entre o interior e o exterior da entidade. Segundo Arrow (1991) a assimetria baseia-se em dois pressupostos: (i) informação oculta ou adversa quando uma das partes envolvidas numa transacção dispõe de informação privada *ex-ante* que não é observável pela outra parte; e (ii) acções ocultas ou risco moral quando as acções não observáveis são adoptadas *ex-post* por uma das partes envolvidas na transacção com o objectivo de maximizar a sua utilidade em detrimento da outra. Como consequência da necessidade de limitar essas práticas torna-se necessário projectar os sistemas de monitorização e incentivos, os quais devem ser concebidos como mecanismos complementares e, em caso algum, como mecanismos alternativos.

O Livro Verde (Comissão Europeia, 2011: 10) formula como principais recomendações: (i) a divulgação da política de remunerações e da remuneração individual dos administradores executivos e não executivos; (ii) o direito de voto dos accionistas em matéria de remuneração; (iii) uma comissão de remuneração independente; e (iv) incentivos adequados que favoreçam o desempenho e a criação de valor a longo prazo por parte das empresas cotadas. Também, em 2009, o Fórum Europeu do “*Governo das Sociedades*” recomendou: (i) divulgação da política de remunerações e da remuneração individual obrigatória para todas as empresas cotadas; (ii) voto vinculativo ou consultivo dos accionistas sobre a política de remuneração; e (iii) maior independência dos administradores não executivos participantes na determinação da política de remuneração.

Em Espanha, o Projecto de Lei das Sociedades exige que o relatório anual sobre as retribuições seja submetido a voto vinculativo em Assembleia-Geral e prevê que em caso de rejeição haja a obrigação de rever a política de retribuições. Realmente, um dos objectivos das reformas do Governo Societário é o reforço da capacidade dos accionistas para influenciar as políticas de “*governo*”. Esses objectivos incluem requisitos de exigência de votação vinculativa sobre a atribuição de remunerações baseadas em planos de acções (Armstrong *et al.*, 2013). Grande parte do debate sobre a regulamentação assenta na noção de que a votação dos accionistas influencia o comportamento empresarial. No entanto, alguns autores desenvolveram estudos e concluíram que a eficácia da votação accionista, como um mecanismo de mudança na política empresarial, continua a ser uma questão em aberto e controversa (Cai *et al.*, 2009 e Choi *et al.*, 2011).

Todavia existem situações em que os administradores recebem remunerações significativas de outras empresas do grupo, que não da empresa cotada, sendo legítimo dar conhecimento aos accionistas para apreciarem tais situações. Na realidade, estes não só suportam, indirectamente, essas remunerações, como não têm qualquer controlo sobre a fixação do seu valor (CMVM, 2012b). Como exemplo, aponta-se o caso do BPP em que a acusação do Banco de Portugal aos administradores do BPP faz um diagnóstico preciso sobre os pagamentos escondidos de remunerações à equipa de administração. A análise permitiu apurar que, no período entre 2004 a 2008, duas

sociedades *offshores* pagaram os montantes mais elevados em remunerações. Além da retribuição ao Presidente do CA, as *offshores Lapon Services* e *Timdington* pagaram 4,19 milhões de euros em remunerações aos restantes administradores. Os prémios e o complemento foram pagos pelas mesmas sociedades sediadas em paraísos fiscais. Além destas duas sociedades, eram usadas também a *Akey Holdings*, *Jeral Associates* e a *Linoa Services* que pagaram aos administradores do BPP com verbas creditadas nas suas contas pelo BPP *Cayman*, detido pelo BPP. Daí que o Banco de Portugal considere que essas operações não foram reflectidas de forma adequada nas contas do BPP (Azenha, 2012). Assim, seria essencial criar mecanismos que envolvessem autoridades nacionais e entidades auditoras e supervisoras, que garantam a existência de uma colaboração efectiva entre todas as organizações relevantes, mesmo quando tal envolva diferentes países, intermediários financeiros, diferentes tipos de veículos ou empresas *offshores*, independentemente destes integrarem ou não o perímetro de supervisão formalmente definido para o acompanhamento de uma determinada entidade, por forma a ser possível reunir toda a informação considerada necessária para garantir total transparência de funcionamento e fornecimento de todos os elementos solicitados aos supervisores.

As recomendações relativas ao controlo das questões remuneratórias dos administradores, referidas na generalidade dos “*Códigos de Governo das Sociedades*”, apontam para a necessidade da existência de comissões de remuneração. A política geral de vencimentos e os pacotes remuneratórios individuais de cada executivo constituem as tarefas principais da comissão, que, no mínimo, deve ser responsável por decidir e fixar a remuneração do CEO, Presidente do CA e dos administradores executivos (Bender, 2005).

Para Silva *et al.* (2006b: 28) “*os mecanismos de incentivo, baseados nos resultados ou nas cotações, não só terão falhado no alinhamento de interesses entre gestores e accionistas, como igualmente terão contribuído para o fracasso de outros mecanismos, como sejam a qualidade da informação reportada e o controlo passivo exercido pelos analistas financeiros*”. Assim, um aspecto que interessa analisar na remuneração dos administradores, é se ela está realmente a ser utilizada para alinhar os seus interesses com os dos accionistas, de acordo com o previsto pela “*Teoria da*

Agência”. Neste sentido, Becht *et al.* (2003) referem que o aumento das opções detidas por um CEO implica uma diminuição do q de Tobin⁷⁵, levando a crer que detém excessivas opções, mas não acções suficientes. Esta maneira de agir vai contra a teoria que prevê a aplicação de incentivos para alcançar um aumento líquido da riqueza dos accionistas. No entanto, regra geral, os casos estudados suportam a teoria de que em organizações sujeitas à fiscalização por parte de um grande accionista ou com representantes da família fundadora no órgão de administração, a probabilidade de serem implementados planos de *stock options*⁷⁶ é muito menor. Inversamente, em órgãos de administração protegidos por leis anti-OPA, há lugar ao pagamento de mais incentivos como forma de compensar uma menor disciplina resultante da diminuição da ameaça de OPA. Ambas as situações estão em linha com a teoria que considera que a fiscalização por parte de um grande accionista ou as ameaças de OPA são substitutos do pagamento de incentivos. Há, no entanto, também contradições na “*Teoria de Agência*” quando se observam empresas sujeitas à ameaça de uma OPA em que o pagamento de incentivos deveria ser menor, embora se constate o seu inverso.

Como resultado das preocupações crescentes sobre o funcionamento dos esquemas de *stock options*, o Relatório *Greenbury* (1995) recomenda a “*introdução de outro plano de incentivos a longo prazo denominado de L-Tips, que envolvem o prémio de acções, em detrimento das opções, sujeito a objectivos de desempenho das entidades especificamente conhecidos*” (Short *et al.*, 1999: 341). Contudo, atendendo a que a definição dos objectivos envolve situações mais ou menos complexas, tal facto levanta imensas dificuldades aos accionistas para avaliarem o seu custo.

É nos EUA que os administradores de topo são melhor remunerados, caso do CEO, sendo também aquele cuja parte variável da remuneração é maior. No caso da remuneração associada a acções, a sua variação com o valor da empresa é cerca de

⁷⁵ Rácio que compara o valor de mercado das dívidas e do capital próprio com o activo ao custo de reposição, sendo utilizado como medida de criação de valor pelos seus decisores e quanto mais elevado for o índice maior será o valor criado. Do ponto de vista económico, quando o rácio é superior a 1, significa que o mercado está a atribuir à empresa um valor superior ao dos seus activos ajustados. De facto, o q de Tobin é uma variante do múltiplo preço de mercado/valor contabilístico cuja expressão é igual ao valor de mercado dos activos sobre o valor de substituição ou de reposição dos activos. A designação *Tobin's q* tem origem no seu autor, o economista James Tobin (1969) vencedor de um prémio Nobel (Ferreira, 2002: 140).

⁷⁶ As *stock options* consubstanciam-se em direitos de opção sobre as acções da organização que os administradores podem ou não exercer.

cinquenta e três (53) vezes mais elevada do que a da remuneração base ou a de bônus atribuídos em função do desempenho. O grande aumento da remuneração dos administradores de topo nos EUA ocorreu na última década, sendo que no início dos anos 90 ainda era relativamente consensual na literatura de que a variação da remuneração com o desempenho era insuficiente (Becht *et al.*, 2003). No que diz respeito à Europa, por tradição, a remuneração fixa representa a parte principal da totalidade da retribuição, o que reflecte uma menor necessidade de alinhar os interesses entre os administradores e os accionistas, decorrente da presença de accionistas de controlo, segundo Silva *et al.* (2006b: 24), veja-se o caso das empresas cotadas em Portugal.

Apesar da remuneração associada ao desempenho ser considerada uma alternativa de remuneração dos executivos, eventualmente mais dispendiosa, a suposição inerente à “*Teoria da Agência*” é que tais políticas remuneratórias são definidas, implementadas e controladas pelos accionistas. No entanto, surgem dificuldades no acompanhamento efectivo da sua utilização existindo o perigo dos accionistas insistirem na adopção de formas mais concretas de remuneração associada ao desempenho, sem se assegurarem se essas políticas têm em linha de conta incentivos para que os administradores assumam decisões arriscadas.

Um outro aspecto, a ter em atenção, relaciona-se com a responsabilidade civil dos administradores. Em Portugal, essa responsabilidade civil perante os sócios é regulada pelo disposto no n.º 1 do artigo 79.º do CSC “*Responsabilidade para com os sócios e terceiros*”, que remete a mesma para o regime geral de responsabilidade civil. Segundo Nunes (2001) “*os gerentes, administradores ou directores respondem também, nos termos gerais, para com os sócios e terceiros pelos danos que directamente lhes causarem no exercício das suas funções*”.

Neste âmbito, verificou-se em Portugal, que o Banco de Portugal deliberou a suspensão preventiva de funções do CA, dos administradores do BPN e do BPP. A deliberação do Banco de Portugal – proferida nos termos do artigo 216.º do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras (RGICSF) – de suspender das suas funções, administradores de uma instituição de crédito, é imediatamente exequível e a sua praticabilidade só termina com uma eventual decisão judicial que a

revogue definitivamente, n.º 3 do artigo 227.º do RGICSF. A referida deliberação foi tomada no contexto de um Processo de Contra-Ordenação em curso por graves irregularidades praticadas⁷⁷. No seguimento desta acção, o Tribunal da Supervisão agravou as penas de multa decididas pelo Banco de Portugal considerando as ilegalidades cometidas pelos responsáveis, tendo a Juíza referido que a situação era de elevado grau de censurabilidade e extrema gravidade, dada a existência de informações falsas e sonegação de informação (Varela, 2014: 14).

Atendendo ao regime geral de responsabilidade civil, Nunes (2001) conclui que *“...a responsabilidade dos administradores das sociedades anónimas perante os accionistas é necessariamente uma responsabilidade delitual, emergente da violação de deveres gerais legais”*.

Outro aspecto, a salientar, é o pressuposto de que os danos sejam directamente causados na esfera jurídica dos sócios/accionistas. Neste âmbito, Nunes (2001) refere *“...a lesão dos direitos sociais dos accionistas e a extinção ou diminuição do valor (de mercado) das acções”*. Pelo contrário, nessas situações a esfera jurídica dos accionistas é indirecta, tais como as de dano no património social, que provocam uma diminuição do valor das participações sociais dos sócios/accionistas, não implicam responsabilidade civil dos administradores.

Uma forma de tornar a informação mais transparente e rigorosa, relativamente aos salários pagos, pela totalidade, aos administradores, seria a CMVM seguir o caminho iniciado pela CNMV ao emitir um documento normalizado a todas as entidades com valores admitidos a cotação, exigindo às empresas que informem os valores atribuídos e pagos (Fernández, 2015). Seria importante a CMVM seguir os passos do regulador espanhol e elaborar um relatório anual sobre as remunerações pagas e elaborar um estudo que reflectisse a relação entre o nível de salários pagos e os resultados das empresas.

Em suma, uma plena transparência da informação sobre as remunerações atribuídas individualmente aos administradores terá mais vantagens do que

⁷⁷ Ver nota de informação do Banco de Portugal em www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/Comunicados-NotasdeInformacao, de Fevereiro de 2009, acedido em Janeiro de 2013.

inconvenientes, embora no caso dos administradores independentes o que estará em causa possa ser a relação entre a remuneração auferida enquanto independente e o cômputo da totalidade dos seus rendimentos. É claro que a retribuição a atribuir aos administradores independentes deve ser suficientemente alta para atrair profissionais qualificados, mas não tão alta que comprometa a sua independência. Então, para garantir a independência dos administradores deveria existir uma regra, como a existente para os auditores, em que o valor auferido por determinada entidade não supere uma determinada percentagem do valor total auferido e obrigue o administrador independente a declarar se esse valor é, ou não, superior a essa percentagem tendo em conta o total dos seus rendimentos, para que exista total transparência e independência. O Projecto de Lei do Código Unificado, propõe que o administrador independente apenas responda com um “*sim*” ou “*não*” a essa questão. A Comissão Europeia tem em estudo um projecto sobre políticas de remuneração dos administradores, análise e avaliação de perfis de risco, como resposta às recentes situações ocorridas⁷⁸.

1.2.7.3 – Os Bancos como Principais Credores e/ou Accionistas

Os bancos são dos credores mais importantes e, muitas vezes, grandes investidores, sendo, por isso, um tema estudado na abordagem das suas relações com as empresas, nomeadamente, com o sector não financeiro, uma vez que passam a actuar também como parceiros. Em países como os EUA ou a Inglaterra, a sua ligação ao sector não financeiro é ténue ou praticamente inexistente, enquanto em países como a Alemanha ou o Japão é muito forte. O seu poder provém, normalmente, dos direitos de voto e não das participações que possuem nas empresas, e que, regra geral, não são as mais elevadas. No entanto, “... *a eficácia dos accionistas dominantes, depende dos direitos jurídicos que possuem*” (Shleifer *et al.*, 1997).

Por outro lado, existem motivações diferentes em função do tipo de accionistas para monitorar a empresa e os seus administradores ou o CA. Shleifer *et al.* (1986) fornecem alguma evidência empírica, argumentando que os accionistas institucionais têm recursos e incentivos para monitorar a administração da empresa. Na mesma linha

⁷⁸ Vide http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm, acedido em Dezembro de 2014.

de pensamento, McConnell *et al.* (1990) e Nickel *et al.* (1997) relatam uma relação positiva entre os accionistas institucionais, famílias ou Estado e o desempenho da empresa. Para Jiambalvo *et al.* (2002) os investidores institucionais supõem insistir numa maior qualidade dos resultados contabilísticos quando têm possibilidade de extrapolar essa influência para os relatórios financeiros.

Segundo Alves (2005) é natural que se apele aos investidores institucionais para que reforcem o seu envolvimento na fiscalização e controlo do “*Governo Societário*”, considerando que gerem grandes carteiras, têm mais informação e gozam de importância reconhecida no mercado de capitais. Não obstante, o autor questiona a disponibilidade dos investidores institucionais para o desempenho de tal função. O autor refere que estudos realizados nos EUA denotam um comportamento assimétrico, caracterizado por maus desempenhos não serem tão penalizados quanto os bons desempenhos são premiados.

Porém, nos países latinos os investidores institucionais são normalmente entidades financeiras através de empréstimos efectuados ou de participação no capital social. Observe-se o caso de Portugal, em que a generalidade das empresas portuguesas, não financeiras, emitentes de acções que se encontravam admitidas a negociação no mercado de cotações oficiais da *NYSE Euronext Lisbon* e que formavam o PSI, em 2012, era financiada por instituições financeiras em que aparecem também na qualidade de accionistas dessas mesmas empresas. É o caso do Millennium BCP que é accionista e financiador dos Grupos Cimpor, Compta, Inapa, Reditus, Teixeira Duarte, entre outros, sendo que alguns dos grupos também são accionistas do grupo financeiro, para além de existirem relações como depositantes. Nesta situação, diz-se que existe uma actuação ao nível de parceiros de negócios. O mesmo também acontecia com o Grupo BES, nomeadamente a sua relação com o Grupo Portugal Telecom⁷⁹, observe-se a situação relacionada com o empréstimo efectuado pela Portugal Telecom à Rioforte, entidade pertencente ao GES, que detinha parte do BES. Com este exemplo verifica-se a existência de relações opacas, apesar de na generalidade dos casos o investimento accionista da parte das instituições financeiras ser muito reduzido, mas com grande

⁷⁹ Vide a generalidade dos relatórios e contas em www.cmvm.pt/.

capacidade de decisão, porque a referida entidade nomeia um seu representante como elemento da administração da empresa onde participa.

No entanto, considerando as entidades financeiras como investidores institucionais, gerar-se-ão conflitos de interesse quando um investidor ou gestor de activos ou a sua empresa matriz tenha interesses comerciais na empresa que recebe o investimento (Comissão Europeia, 2011: 15). Embora, de uma forma geral, haja maior facilidade de realizar a negociação para obtenção de crédito com entidades bancárias, se estas forem accionistas, pois passa a existir uma dupla relação de interesse. De facto, importa estabelecer um conjunto de políticas e procedimentos atinentes com a atribuição do crédito às partes relacionadas com a entidade bancária, quer por propriedade, quer por gestão, obrigando a que estas políticas sejam aplicadas a accionistas e a membros dos órgãos sociais, colaboradores ou clientes relacionados com os accionistas.

Como exemplo, aponta-se a estrutura do Grupo BES, com separação da parte financeira e os investimentos em sectores não financeiros, mas financiados pela financeira do Grupo, para além da presença de construção de *holdings* em cascata, dispersão por várias empresas da estrutura accionista, a constituição de subgrupos dentro das *holdings* do grupo económico. No entanto, há que ter em atenção que nem todas as empresas do Grupo têm sede em Portugal, para além da existência de operações em *offshores*, e operações extrapatrimoniais, provocando algum enviesamento da informação divulgada ao excluir relações que não entram no perímetro de consolidação, de acordo com os normativos. Também se refere a existência de acumulação de cargos nos órgãos de gestão, como é o caso do CEO do BES que também era CEO do GES. Estas relações recíprocas e nada transparentes, entre as entidades do Grupo, geraram elevada exposição do Banco a dívidas do Grupo e a riscos assumidos no desenvolvimento quer da actividade financeira ou não financeira. Refira-se o caso do BES ter em carteira dívida de empresas do GES, para além do facto do BES ter efectuado também um empréstimo ao ESFG, que, por sua vez, emprestou à Rioforte, que é detida a 100% pela ESI. Destaca-se também a existência de um elevado grau de endividamento no GES, sendo uma substancial parte de curto prazo o que provocou

problemas de tesouraria muito graves, pois a entidade não tinha capacidade financeira de solver os seus compromissos imediatos.

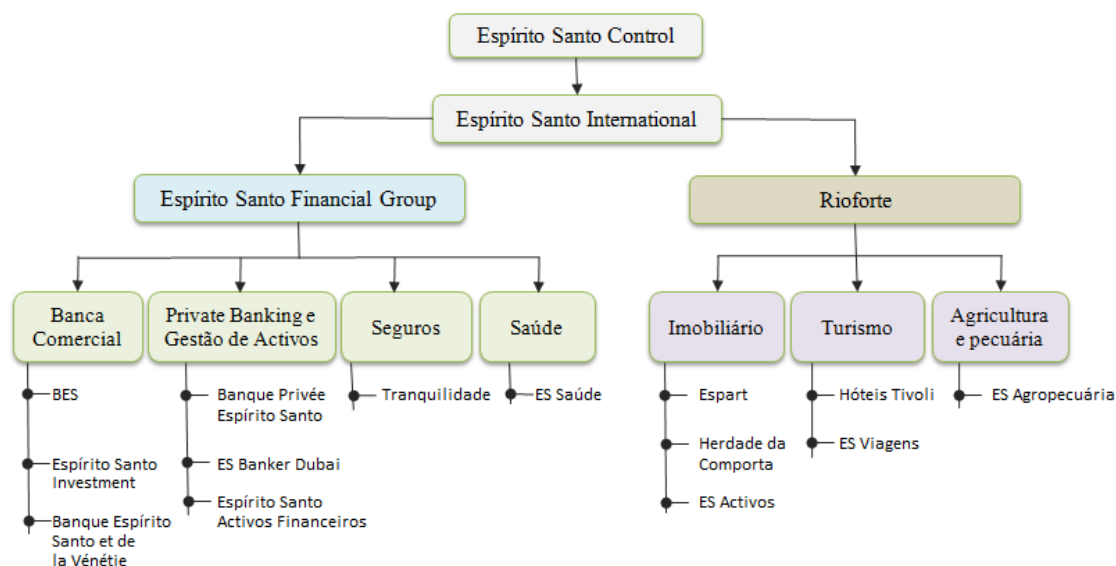


Figura II.8: Estrutura do Grupo Espírito Santo

Fonte: Adaptado www.espiritosanto.com, in Cabrita et al. (2014: 8)

A Lei financeira nos EUA não permite que uma instituição desta natureza possa conceder crédito aos seus administradores, accionistas principais, ou a qualquer entidade relacionada onde haja interesse, somente se a extensão do crédito: (i) é feita substancialmente nos mesmos termos, incluindo as taxas de juros e garantias, como as vigentes no momento para transacções comparáveis pela instituição com entidades com as quais não haja relações; (ii) não pode envolver mais do que o risco normal de reembolso ou outras características desfavoráveis; e (iii) deve seguir procedimentos de análise de crédito que não sejam menos rigorosos do que os aplicáveis a transacções comparáveis pela instituição para entidades com as quais não existam relações, como por exemplo accionistas.

Neste âmbito, existirão conflitos relativamente à assimetria da informação, apesar de ser amplamente debatida na literatura económica e financeira e no âmbito de uma prudente regulamentação, convertendo-se numa imperiosa necessidade de incorporação de normas no “*Código de Governo das Sociedades*” para as instituições financeiras. Quando se trata das instituições bancárias, a assimetria da informação presente entre o devedor e o credor, gera maiores problemas e instabilidade no mercado,

quando o credor conhece com maior precisão as particularidades e riscos dos projectos de investimento ou simplesmente a possibilidade de desviar o uso dos meios financeiros obtidos. Lizcano Álvarez (2015) refere que as instituições financeiras constituem um componente básico e cada vez mais importante num sistema económico complexo e globalizado. O público em geral está relacionado com estas entidades através de depósitos, fundos de investimento, planos de pensões, acções, obrigações ou outros produtos financeiros, os quais estão materializados em investimentos financeiros. Se o público está participando e fornecendo recursos para o funcionamento dessas instituições, conseqüentemente está interessado em que haja incremento da transparência da informação emitida por essas instituições. Então é necessário corrigir as assimetrias existentes assim como a opacidade que se gera de forma frequente e generalizada. De facto, é crucial fomentar a transparência quanto à informação sobre a situação e o desempenho da empresa e que a mesma seja pública em relação aos vínculos que possam existir entre os agentes, os analistas e as próprias instituições.

Neste sentido, a regulamentação emitida pela União Europeia propõe: (i) a responsabilização colectiva dos membros do órgão de administração; e (ii) reforço da transparência quanto às partes relacionadas e operações extrapatrimoniais.

Há, também, a questão a considerar relativamente aos custos bancários a suportar inerentes ao crédito a obter, para a empresa implementar os seus projectos e dar continuidade ao desenvolvimento das suas actividades. Sharpe (1990) e Rajan (1992) explicam que o custo dos empréstimos é uma relação potencial para segurar o credor. Isso ocorre porque o credor ou mutuante investe na aquisição de informações privadas específicas relativas ao devedor ou mutuário. A vantagem das informações obtidas torna mais difícil para este alterar a relação. Contudo, quando se trata do caso de mutuários opacos, estes terão menos alternativas de financiamento, dado estarem perante credores menos informados.

Neste âmbito, há necessidade de garantir estabilidade aos investidores, sendo necessário salvaguardar o financiamento de forma a ser possível a implementação de projectos rentáveis no longo prazo, sem influência de informação assimétrica que possa prejudicar o desenvolvimento desses mesmos projectos. Von Thadden (1995) argumenta que a existência de especificações prévias aos termos do contrato de

empréstimo é uma forma eficiente de atenuar problemas face à dependência de relações de crédito de longo prazo.

Segundo o estudo de Becht *et al.* (2003), a duração média das relações com os bancos varia entre sete (7) a trinta (30) anos, dependendo do País e da amostra considerada, sendo que ao anúncio de empréstimos bancários contraídos pelas empresas estão associados retornos positivos, enquanto outras formas de financiamento não têm qualquer efeito ou têm um efeito negativo nos resultados. O mercado accionista reage também de forma favorável aos referidos anúncios.

Contudo, Asquith *et al.* (2005) argumentam que o nível de sensibilidade do desempenho empresarial face ao contrato de dívida reduz a renegociação dos custos da dívida devido a factores como a selecção adversa, risco moral, ou mudanças imprevistas ocorridas que alterem o risco de crédito. Os autores argumentam, ainda, que a informação contabilística tem um papel fundamental em contratos de dívida, por afectarem indirectamente as taxas de juro.

A selecção adversa é um fenómeno originado pela informação assimétrica que ocorre quando os compradores seleccionam incorrectamente determinados bens e serviços no mercado. Como exemplo, apontam-se as consequências das elevadas taxas de juro impostas aquando do financiamento, em que os bons pagadores recusam por considerarem impossível o cumprimento do acordo, enquanto os maus aceitam porque não têm intenção de honrar os seus compromissos. Realmente, esta existe porque as instituições financeiras são obrigadas a escolher os melhores sujeitos de crédito, embora haja interesse em projectos mais arriscados, dado serem esses que estão dispostos a aceitar taxas de juro mais elevadas para a obtenção do financiamento. A questão moral coloca-se quando as instituições financeiras estão motivadas a aceitar riscos maiores, com a finalidade de incrementar a sua rendibilidade arriscando o dinheiro dos depositantes. Malgrado, a selecção adversa e o risco moral ocasionam incentivos perversos na tomada do risco e limitam a níveis insuficientes a intermediação financeira e o rol dinamizador do crescimento e desenvolvimento económico. Embora, na taxa de juro também esteja implícita uma taxa de risco que, normalmente é medida considerando, entre outros elementos, a situação económica e financeira da entidade,

verificada através dos elementos contabilísticos, disponibilizados nas DF e que são elaboradas segundo determinados pressupostos, políticas e critérios constantes nos normativos em vigor.

De facto, as empresas ainda ponderam frequentemente a emissão de dívida com base em índices financeiros, em vez de utilizarem o *rating* de crédito do mutuário. Na maioria dos casos, é necessário reflectir sobre esse risco de crédito do mutuário face a um único índice financeiro, havendo motivação com base numa relação financeira para além das considerações de risco de crédito puro. Porém, Koziol *et al.* (2010) demonstraram que o nível de dívida sensível ao desempenho mitiga os incentivos da mudança de paradigma na presença de risco moral, enquanto Manso *et al.* (2010) evidenciam que é utilizado como um dispositivo de sinalização para a qualidade de crédito. Embora estas teorias expliquem alguma da variação no uso do índice de desempenho, ainda permanece uma incógnita relativamente à maior aplicação do índice pelos mercados.

Adam *et al.* (2013) apresentam uma nova explicação para o uso do índice de desempenho empresarial consistente com o nível de sensibilidade comum no mercado de dívida privada, mas incomum no mercado de títulos públicos, e que explica a razão pela qual as empresas utilizam como base indicadores financeiros, em vez de *ratings* de crédito. Os autores referem, ainda, que desde o final da década de noventa, do século passado, muitos empréstimos bancários efectuados aos grupos empresariais continham cláusulas de desempenho nos contratos negociais, ou seja a taxa de juro aumentaria em função de piores desempenhos, sendo que o índice era medido considerando o nível de endividamento empresarial e o nível de relação financeira.

O importante a ter em atenção será o comprometimento da instituição com os accionistas e investidores, quer sejam ou não entidades bancárias, principalmente nas relações que com eles sustentam, que terão de ser confiáveis, assim como na transparência das informações a divulgar junto dos utilizadores, como accionistas, investidores, analistas de mercado, órgãos reguladores e mercado de capitais nacionais e internacionais, com relatórios elaborados com rigor segundo os princípios da responsabilidade e da transparência e que sejam oportunos, claros, exactos, acessíveis, equitativos e completos.

1.2.7.4 – A Divulgação da Informação – Relatório sobre o Governo das Sociedades

O processo de crescimento intenso da actividade empresarial e financeira, caracterizado pelo recurso à bolsa de valores, por parte de grandes empresas interessadas no processo de expansão e de consolidação, de pequenas e médias empresas que transitavam de empresas de cultura tradicional familiar para empresas modernas, de maior dimensão e com mais ambição e de uma poupança familiar de volume crescente que tentava o investimento com o intuito de um superior retorno, provocou no mundo dos negócios uma alteração profunda na necessidades de informação. Segundo Aldama Miñón *et al.* (2003: 13), a informação é o elemento estruturante sobre o qual recai todo o sistema, pois os mercados financeiros e os seus agentes devem assegurar a correcta e necessária divulgação, que permita aos destinatários formular juízos fundados para a tomada de decisão, de investimento ou desinvestimento, exigindo-se o cumprimento da transparência como princípio fundamental, na transmissão da mesma aos mercados de forma correcta e tempestiva.

A assimetria de informação limita a disposição dos investidores menos informados reduzindo a liquidez dos mercados de valores mobiliários, ou seja, a capacidade dos investidores de forma rápida, comprarem ou venderem acções com reduzido impacto no preço. A divulgação da informação atenua o problema de selecção adversa e aumenta a liquidez de mercado através do mesmo nível de poder entre os investidores (Verrecchia, 2001). Os estudos realizados suportam este argumento e provam que a melhor divulgação reduz a assimetria de informação e aumenta a liquidez do mercado (Leuz *et al.*, 2000 e Bushee *et al.*, 2005).

Contudo, o regime da transparência está essencialmente direccionado para a informação quantitativa, de ordem financeira, económica e contabilística, e para o impacto imediato dos factos considerados relevantes. Porém, actualmente atribui-se um elevado grau de importância à informação qualitativa, especificamente em matéria de “*Governo das Sociedades*”, dado ser aqui que reside grande parte dos problemas ocorridos a nível empresarial e de mercado de capitais, sendo necessário corrigir as

possíveis carências que possam manifestar-se. Importa referir que o estabelecimento de obrigações de transparência constitui uma peça complementar de auto-regulação, que permite maior autonomia privada, flexibilidade e adaptabilidade representando uma medida especialmente adequada, nos seguintes aspectos: (i) fornece informação sobre a dimensão da entidade, tornando-a de capital para a sua avaliação e conseqüentemente para a correcta tomada de decisão de investimento; (ii) facilita a aplicação das regras de mercado, de forma a criar incentivos, para que a auto-regulação não funcione como preservação de interesses; e (iii) constitui uma medida pouco agressiva ou intervencionista capaz de substituir com vantagem outras disposições limitativas da liberdade empresarial.

A divulgação da informação, de uma qualquer empresa, oferece não apenas matéria útil para a tomada de decisões fundamentadas, de outras entidades, mas também possibilita a redução dos problemas de agência. Por exemplo, a divulgação do desempenho operacional e de governação fornece indicadores úteis que ajudam os investidores externos a avaliar a eficiência da administração ou de potenciais conflitos de agência e, com isso, reduzir os custos de controlo. Embora as contribuições incrementais de cada empresa e a sua divulgação sejam susceptíveis de serem pequenas, essas transferências trariam benefícios substanciais para o mercado ou para a economia considerada como um todo (Hail *et al.*, 2010a: 358). Os deveres de informação devem englobar matérias sobre a estrutura e práticas de “*Bom Governo*” e adoptar medidas de forma a assegurar a qualidade da informação para a tomada de decisão. Contudo, a necessidade de informação de natureza contabilística é um aspecto crucial do “*Governo das Sociedades*”, que funciona como elo de ligação entre os administradores e os outros utilizadores externos.

No entanto, o desenvolvimento dos mercados e das entidades cria nos investidores a necessidade de uma maior quantidade e qualidade de informação com o objectivo de formar a “*imagem fiel*” de uma empresa. Então é necessário, além da informação contabilística, os dados relativos aos mercados que se apresentem de forma relevante para a tomada de decisão. Para isso, é fundamental que a informação seja completa e exacta e como tal não oculte, disfarce ou manipule dados. Daí a importância da existência de um corpo básico de normas contabilísticas que seja aceite pelos

mercados financeiros internacionais, assente num conjunto de Boas Práticas de Governo. Veja-se o caso do BPP (Vicente, 2012) e as acusações que o Banco de Portugal faz, relativamente à falsificação das contas e ausência de relevação contabilística, títulos fictícios, manipulação de produtos de retorno absoluto⁸⁰, criação de veículos fictícios e de *offshores*, com o objectivo de ocultar prejuízos das contas dos clientes. É claro que neste caso, estão em causa: (i) existência de um mau Governo; (ii) conduta e princípios de ordem ética, moral e deontológica; e (iii) utilização abusiva e agressiva de práticas contabilísticas.

Bacigalupo Saggese (2014) refere que a existência de corrupção na actividade empresarial reduz a capacidade competitiva e de igualdade entre os concorrentes e distorce as regras de mercado. Para isso, a autora propõe uma lista de princípios de transparência geral, como ponto de partida, necessários para alcançar uma adequada prevenção e contribuindo de forma directa para uma maior protecção dos investidores e do mercado. O desenvolvimento de uma cultura empresarial que recupere os valores de uma administração responsável, aliada a estruturas organizativas modernas constitui um factor-chave para o êxito empresarial, no longo prazo e com benefícios que se reflectem nos resultados, no desempenho e na criação de valor.

Por outro lado, a Comissão entende que os princípios contabilísticos tradicionais, que têm como trave mestra a prudência, não deveriam ser abandonados em favor de valores de mercado ou do “*justo valor*”, na mensuração dos activos e dos passivos, porque provoca apreciações subjectivas logo submetidas a fortes oscilações. Os acontecimentos ocorridos nos EUA demonstram que as DF elaboradas de acordo com os novos critérios deixam de constituir guias de acção eficazes para os administradores e indicadores fiáveis para os investidores (Aldama Miñón *et al.*, 2003: 14-15). A volatilidade própria dos valores de mercado ou o “*justo valor*” são incompatíveis com a segurança, a clareza e a confiança que as DF devem apresentar aos mercados. Contudo, a informação qualitativa contida no Anexo deve explicitar as políticas e critérios contabilísticos subjacentes à elaboração das DF o que permitirá ao

⁸⁰ Os produtos de retorno absoluto referiam-se a participações financeiras com risco, embora sem conhecimento quer das autoridades, quer dos clientes.

accionista, ou outro qualquer utilizador, conhecer o valor, numa determinada data, dos activos mais importantes.

Um outro elemento a ter em atenção, é o facto de que a informação a transmitir ao mercado tem de ser equitativa e simétrica para todos os utilizadores, ou seja, todos os interessados deverão ter acesso a uma informação, substancialmente igual num mesmo horizonte temporal. Efectivamente, as entidades devem transmitir aos accionistas e investidores o conteúdo apresentado aos bancos de investimento, agências de qualificação, analistas e accionistas significativos.

Diamond *et al.* (1991) desenvolveram um modelo para mostrar que o administrador que maximiza o valor da empresa tem incentivos em utilizar as divulgações empresariais, como mecanismo de redução das assimetrias informativas. Ao incrementar a informação divulgada aumenta a liquidez e esta traduz-se numa redução do custo de capital. Também Allegrini *et al.* (2013) investigaram a relação entre o Governo das Sociedades e a divulgação da informação num ambiente caracterizado por elevada concentração accionista. O estudo incidiu sobre uma amostra de empresas cotadas no mercado italiano. Os resultados obtidos sugerem a presença de uma relação de complementaridade entre a governação e a divulgação da informação e são consistentes com a ideia de que o controlo interno e externo tende a coexistir uma vez que um deles reduz o incentivo para os administradores se limitarem reciprocamente.

Neste âmbito, os diversos Códigos e Princípios do “*Governo das Sociedades*” consideram a informação como uma componente fundamental, visto que a sua divulgação contínua e plena dá substância aos direitos dos accionistas, pela concessão de esclarecimento essencial para o exercício dos seus direitos. Assim, é um importante mecanismo para induzir os administradores a gerir com eficiência e eficácia os recursos alocados, uma vez que os força a confrontar a realidade. Em suma, a divulgação apoia e, até certo ponto, toma o lugar de mecanismo regulador de conflitos de interesses.

Porém, a informação financeira sofreu uma influência decisiva em muitas áreas da análise económica baseada no pressuposto de que os diferentes agentes económicos possuem diferente informação sobre as variáveis económicas relevantes e que a utilizam

em proveito próprio. Realmente há intervenção no processo de elaboração da informação financeira e contabilística, com propósito claro de obtenção de benefícios próprios (Bergstresser *et al.*, 2003; Cornett *et al.*, 2008; Dechow *et al.*, 1995, 2000 e 2010; Epps, 2006; Healy *et al.*, 1999; García Osma *et al.*, 2003 e 2005; Schipper, 1989 e Xie *et al.*, 2003).

É claro que os administradores estão melhor informados que os investidores sobre a qualidade dos projectos que pretendem desenvolver, bem como dos respectivos riscos assumidos. Um componente importante consiste nas regras que regulam a informação sobre os acontecimentos significativos ao nível do negócio, tendo cabimento em diversas categorias como: (i) relativas à divulgação de acontecimentos significativos do negócio; (ii) políticas e critérios contabilísticos; e (iii) associadas ao papel formal dos auditores, como a forma como são eleitos ou designados, remuneração, possibilidade de desvinculação e a quem reportam na organização.

A falta de clareza na divulgação de informação é um dos factores que mais dificulta a efectiva fiscalização das empresas por parte dos accionistas, daí a importância atribuída nos Princípios à divulgação de informação e transparência (OCDE, 2004: 22). Assim, no ponto “A” são tratados os deveres de divulgação de informação das empresas, os quais incluem, entre outros: os resultados financeiros e operacionais, objectivos da empresa, participações sociais, direitos de voto e política de remunerações, qualificações e processo de selecção dos órgãos de administração e dos principais executivos. Relativamente à exigência de se preparar e divulgar informação segundo “*rigorosas normas contabilísticas*” é contemplada no ponto “B”, enquanto os pontos “C” e “D” são dedicados aos Princípios relativos às Auditorias.

De acordo com Kasznik (2001), citado em Góis (2007) há também que ter em atenção, noutra vertente de análise, aqueles que assumem que a discricionariedade do relato financeiro permite aos administradores transmitir uma informação com maior relevância para os investidores. Assim, os administradores têm vantagens comparativas ao divulgarem acerca das suas empresas e, como tal, é provável que empreendam várias acções, como a selecção de políticas contabilísticas ou a realização de estimativas, de modo a comunicar esses conteúdos aos investidores.

Porém, por tudo o que se expôs é necessário que as empresas reconheçam e observem os deveres de transparência, uma vez que a divulgação da informação para o mercado não é meramente voluntária, independentemente da natureza vinculativa ou das regras e critérios enunciados no “*Governo das Sociedades*”. O funcionamento eficaz e eficiente do CA depende da aplicação das melhores práticas indicadas no “*Governo das Sociedades*”, devendo comunicar ao mercado quais as regras e critérios, bem como o seu grau de observação.

No entanto, considerando a sobreavaliação das cotações dos títulos⁸¹ no mercado bolsista e os analistas financeiros a aumentarem cada vez mais as expectativas quanto à previsão dos resultados empresariais, os administradores executivos enfrentavam duas opções: (i) desapontavam os analistas reduzindo as expectativas quanto à capacidade das empresas gerarem valor e penalizavam as suas remunerações; (ii) continuavam a alimentar falsas expectativas recorrendo a práticas contabilísticas e de gestão de resultados, pouco ortodoxas (Silva *et al.*, 2006b: 28).

Dechow *et al.* (1996b), citado em Short *et al.* (1999: 344), concluíram que o universo das entidades que violou os US GAAP evidenciou maior probabilidade de não terem administradores não executivos no CA. Segundo Beasley (1996), a proporção de administradores não executivos no Conselho é menor em entidades consideradas culpadas de terem cometido fraudes nas DF divulgadas, quando comparadas com outras que as não cometeram, e concluiu que a inclusão de administradores não executivos aumenta o controlo efectivo do Conselho na prevenção de fraudes nas DF.

Por exemplo, quando se analisa o caso português⁸² relacionado com o BPN, verifica-se que não existem administradores não executivos, nem administradores independentes no CA, embora relativamente ao caso BPP, existisse um CA de pequena dimensão, com um total de cinco (5) administradores, sendo dois (2) administradores não executivos.

Segundo as Recomendações da CMVM sobre o “*Governo das Sociedades*”⁸³, as entidades, com títulos admitidos a negociação em mercados regulamentados, e os

⁸¹ Nomeadamente acções, títulos representativos de partes de capital das empresas.

⁸² Casos que estão a ser julgados, em Portugal, por indícios de fraude.

⁸³ O texto das Recomendações sobre o “*Governo das Sociedades*” encontra-se disponível em www.cmvm.pt/.

investidores institucionais devem incluir uma menção, no seu relatório anual, relativa ao grau de adopção do seu conteúdo e a respectiva fundamentação, em caso negativo. A existência de uma explicação adequada, transparente e coerente, por parte das sociedades, com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, das razões pelas quais não adoptam as recomendações dos códigos de governo a que estão sujeitas é essencial para que os accionistas possam aquilatar da qualidade do governo societário e possam propor ou decidir as mudanças que se lhes afigurem necessárias. Nesta perspectiva, é tão importante o cumprimento como a explicação para o incumprimento e a demonstração da adequação da solução alternativa adoptada.

Não obstante, reconhece-se que a qualidade das explicações apresentadas por algumas sociedades ainda é susceptível de melhorias, veja-se o Grupo Mota-Engil, no que toca às justificações por não adopção das regras previstas nas recomendações da CMVM para as questões relacionadas com a atribuição e fiscalização das remunerações. Também no que se refere às recomendações da CMVM de que a sociedade deve ter um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a estrutura accionista e a dimensão da sociedade, que não deve ser inferior a ¼ da totalidade dos administradores. Não obstante, verifica-se que os Grupos Galp e Mota-Engil não cumpriram esta recomendação e não deram justificação efectiva.

Outro aspecto importante relaciona-se com o nível de risco assumido no desenvolvimento das actividades empresariais. Por exemplo, a recomendação n.º 49 do Código Unificado de *Bom Governo* (Conthe *et al.*, 2006: 44)⁸⁴, descreve os requisitos mínimos que as empresas devem divulgar relativamente à política de controlo e gestão de riscos, tais como, os diferentes tipos, a fixação do seu nível, as medidas previstas para mitigar o impacto dos mesmos, os sistemas de controlo interno para os gerir, que no caso português o Código de Governo (2010), recomendação II.1.1.2, apenas assinala a importância de estabelecer um sistema de controlo interno que permita detectar os riscos da empresa. Segundo a CMVM (2013: II.1.5), “... *devem fixar objectivos em matéria de assumpção de riscos e criar sistemas para o seu controlo, com vista a*

⁸⁴ A recomendação baseia-se na estrutura integrada de gestão de riscos societários (COSO II, 2004).

garantir que os riscos efectivamente incorridos são consistentes com aqueles objectivos”.

Os diferentes códigos propõem a criação de comissões específicas, sobressaindo a necessidade de constituir comissões informativas e consultivas que cubram áreas de responsabilidade, como auditoria, nomeações, retribuições, cumprimento, estratégia e investimentos. O funcionamento e composição das comissões devem constar do conteúdo a divulgar no relatório.

Os accionistas com uma participação de controlo e/ou os conselhos de administração extraem benefícios de uma empresa em detrimento dos interesses dos accionistas minoritários, nomeadamente através de transacções entre “*Partes relacionadas*”. As regras actualmente em vigor na UE abrangem alguns aspectos das transacções entre as partes relacionadas, basicamente de contabilidade e de divulgação⁸⁵. As empresas são obrigadas a incluir nas suas contas anuais uma nota sobre as transacções celebradas com partes relacionadas, indicando o montante e a natureza da transacção e outras informações de carácter relevante. Porém, “*alguns investidores alegam que as regras são insuficientes e consideram que a divulgação de transacções entre as partes relacionadas não é suficiente em todas as situações e que nem sempre é efectuada atempadamente pelo que é sugerido que, a partir de um determinado limiar, o CA nomeie um perito independente encarregado de apresentar aos accionistas minoritários um parecer imparcial sobre as modalidades e condições das transacções entre partes relacionadas*” (Comissão Europeia, 2011: 20).

No entanto, entende-se que para uma melhor transparência e segurança do conteúdo informativo a divulgar esse perito fosse nomeado pelo regulador, sob sua responsabilidade, para que existisse garantia de total independência. Realça-se que o Relatório de Governo das Sociedades acompanha o Relatório da Gestão e a sua falta ou existência de omissões, elementos falsos ou enganosos constituem faltas graves no âmbito do cumprimento das obrigações impostas pela legislação do mercado de valores (CNMV, 2010), e como tal deveriam ser altamente punidos.

⁸⁵ Vide NCRF 5 – Divulgações de Partes Relacionadas e IAS 24.

1.2.7.5 – A Auditoria da Informação

1.2.7.5.1 – A Importância da Auditoria

Os requisitos de transparência nos mercados de capitais aumentaram significativamente nos últimos anos, em particular, os relacionados com as normas de preparação e divulgação da informação, a que estão sujeitas as empresas cotadas. De facto, há uma maior complexidade e sofisticação das regras, sendo imprescindível que a auditoria e os sistemas de controlo interno se desenvolvam no sentido de responderem, de forma adequada, às exigências actuais e sejam capazes de proporcionar uma segurança razoável sobre a fiabilidade da informação que transmitem ao mercado. A ligação entre a existência de uma comissão de auditoria e a qualidade da informação financeira é abordada no trabalho de Pincus *et al.* (1989), citado em Góis (2007), onde os investigadores assinalam que, antes da obrigatoriedade de existência de uma comissão de auditoria, as grandes empresas, as grandes empresas auditadas pelas grandes auditoras internacionais, as empresas com baixo nível de propriedade de gestão e as empresas com maior proporção de administradores externos já mostravam maior probabilidade de possuírem comissões de auditoria.

Wild (1996) mostra que o conteúdo de informação constante nos relatórios periódicos sobre os resultados das empresas aumenta após a implementação de uma comissão de auditoria, apresentando evidência empírica da associação entre a formação da comissão de auditoria e a qualidade dos resultados contabilísticos, avaliando a eficácia da comissão de auditoria no cumprimento das suas funções, comparando a qualidade ou a informação dos resultados, incluída nos relatórios, antes e após a formação da comissão. Segundo o autor, a comissão de auditoria é responsável por supervisionar o processo de informação e a auditoria financeira da empresa. O autor mediu a qualidade pelo grau de reacção do mercado à divulgação dos relatórios e resultados. A teoria económica prevê que a magnitude da reacção do mercado ao lucro é uma função não-decrescente da qualidade dos resultados da actividade. Os corolários do estudo mostram um aumento significativo na reacção do mercado à divulgação de lucros posteriores à formação da comissão de auditoria. Também, Carcello *et al.* (2000) consideram que uma comissão de auditoria desempenha um importante papel de

controle para a garantia da qualidade dos relatórios financeiros e de responsabilidade empresarial. Observe-se o caso GES (2014) e BES (2014) onde as entidades de auditoria externa não foram capazes de identificar ou caracterizar os problemas existentes, face à informação que lhes foi disponibilizada, dado que as contas das empresas de cúpula, como a ESI e a ES *Control*, não eram nem consolidadas nem auditadas.

A principal função da comissão de auditoria é apoiar o CA na supervisão, de um controle interno efectivo e de forma consolidada. Assim, deve ordenar e vigiar para que os procedimentos de controle interno se ajustem às necessidades, finalidades, metas e estratégias determinadas pela instituição e que essas acções se circunscrevam dentro dos objectivos do controle interno, nos quais se encontram a efectividade e a eficiência das operações, assim como a fiabilidade do reporte financeiro e o cumprimento das leis e regulamentos aplicáveis. Realmente, a comissão de auditoria tem como objectivo supervisionar e monitorizar o processo de relato financeiro e fornecer aconselhamento na selecção e contratação dos auditores externos da entidade, pelo que ao desempenhar as suas funções espera garantir que a empresa tenha um controle interno adequado, utilize políticas contabilísticas apropriadas e os auditores externos tenham a capacidade de detectar fraudes e de promover a preparação das DF, com elevada qualidade e em tempo oportuno (Felo *et al.*, 2003). Os autores examinaram a relação entre duas características da comissão de auditoria, que estão positivamente relacionadas com os relatórios financeiros de qualidade, como sejam: (i) a composição, especialização e independência; e (ii) o tamanho da comissão, com a qualidade dos relatórios financeiros. Neste âmbito demonstram que há uma medida de compromisso da gestão com a transparência, existência de um programa de ética e participação institucional, para o que deverá existir uma percentagem de membros da comissão de auditoria com experiência, em contabilidade ou administração financeira, considerando a dimensão da empresa e a composição da comissão. Também encontraram alguma evidência na existência de uma relação positiva entre o tamanho da comissão de auditoria e a qualidade dos relatórios financeiros, embora a independência da comissão não esteja relacionada com a qualidade desses relatórios.

Carcello *et al.* (2003) verificaram, numa amostra de empresas nos EUA, a existência de uma relação positiva e significativa entre a percentagem de administradores que constituem a comissão de auditoria e o optimismo na discussão com o intuito de dar continuidade às actividades a desenvolver, particularmente nas empresas que apresentam dificuldades financeiras. O estudo apoia a literatura que defende a existência de uma relação entre a independência da comissão de auditoria e a qualidade da informação. A composição da comissão de auditoria é um factor importante no controlo da eficácia (Beasley, 1996; Carcello *et al.*, 2000 e 2003), assumindo uma posição crucial na limitação a recurso de técnicas de gestão de resultados. Esta comissão tem sido o foco de muitos esforços relacionados com a reforma de regulamentos sobre o “*Governo das Sociedades*”, e todas as empresas que incluem o principal índice nas bolsas de valores, como a NYSE⁸⁶ e NASDAQ⁸⁷, devem manter uma comissão de auditoria com, pelo menos, três administradores independentes. O problema coloca-se posteriormente quanto à efectiva independência desses administradores.

Porém, a Directiva 2006/43/CE (Comissão Europeia, 2006a) prescreve que uma entidade deve ter uma comissão de auditoria, com pelo menos um membro independente e com competências no âmbito da contabilidade e da auditoria à qual compete proceder à análise da eficácia do sistema de controlo interno, da auditoria interna e da gestão de risco da entidade, devendo informar as debilidades detectadas em matérias formais e do processo de relato financeiro. Também a Oitava Directiva (Comissão Europeia, 2006a), refere que as comissões de auditoria e a existência de um

⁸⁶ A NYSE Euronext é o maior grupo de mercados bolsistas e o mais líquido a nível mundial. As bolsas NYSE Euronext, na Europa e nos Estados Unidos, transaccionam acções, obrigações e papel comercial, para além de um leque diversificado de produtos derivados, como sejam futuros, opções e *warrants*. Na Europa, a NYSE Euronext é a operadora líder europeia que reúne as bolsas de Paris, Amesterdão, Bruxelas e Lisboa, todas elas detentoras de um longo passado histórico. O Grupo NYSE Euronext oferece aos investidores um mercado de negociação de valores mobiliários completamente automatizado e unificado, vide www.bolsadelisboa.com.pt/centro-deaprendizagem/nocoos-basicas-de-como-investir-em-bolsa/bolsas-do-grupo-nyse-euronext, acedido em Junho de 2013.

⁸⁷ NASDAQ *Stock Market* ou simplesmente NASDAQ (*National Association of Securities Dealers Automated Quotations*) é um mercado de acções automatizado norte-americano onde estão listadas mais de 2.800 acções de diferentes empresas, na sua maioria de pequena e média capitalização. É o segundo maior mercado de acções em capitalização de mercado do mundo, depois da Bolsa de *New York*. O processo de abertura de capital é bem mais simples e barato do que na NYSE, razão pela qual as empresas de menor dimensão fazem seu lançamento inicial de acções (IPO - *Initial Public Offering*) no NASDAQ. O NASDAQ caracteriza-se por reunir empresas de alta tecnologia em electrónica, informática, telecomunicações, biotecnologia, entre outras.

Sistema eficaz de Controlo Interno ajudam a minimizar os riscos financeiros, operacionais e de não conformidade assegurando a qualidade dos relatórios financeiros.

Mohiuddin *et al.* (2010) referem que a literatura sugere que a eficácia da comissão de auditoria tem impacto significativamente positivo na minimização de conflitos de agência, protecção dos interesses das partes interessadas e na maximização do valor global da empresa. Para os autores, a inclusão de membros independentes e delegação de autoridade adequada em especialistas e conhecedores da área tornam a comissão de auditoria eficaz, desempenhando um papel significativo nas áreas dos relatórios financeiros, auditoria interna, gestão de risco, relacionamento com auditor externo e cumprimento da legalidade dos actos praticados.

A nível organizacional, Beasley *et al.*, (1999) e (2010) destacam, no Relatório COSO, a necessidade de que os órgãos sociais de uma entidade compreendam uma comissão de auditoria e mecanismos de Controlo Interno, encarando o papel estratégico a conceder à auditoria e, essencialmente, a consideração do controlo como um sistema integrado dos processos operativos da empresa, com impacto nos resultados, na eficiência e eficácia das operações, na fiabilidade da informação financeira e no cumprimento das leis e normativos vigentes que sejam aplicáveis e não como um conjunto pesado, composto por mecanismos assaz burocráticos.

No entanto, veja-se em Portugal os relatórios de auditoria relativamente aos casos BPP (2008), BPN (2008) e BES (2014), que não apresentam qualquer tipo de reservas, em relação aos anos anteriores. Os casos apresentados levantam dúvidas quanto à veracidade, transparência e rigor da informação constante no relatório emitido pela comissão de auditoria e, também, a independência e responsabilidade dessa comissão ao atestar a informação constante no relatório.

Felo *et al.* (2003) consideram que as empresas melhoram a qualidade da informação se estruturarem adequadamente as comissões de auditoria, reduzindo assim o seu custo de capital dada a evidência prévia de uma relação negativa entre a qualidade da informação financeira e o custo de capital.

Sobre esta matéria, Menon *et al.* (1994) referem que a eficácia da comissão de auditoria está relacionada com o número de reuniões da comissão, porque um conselho

activo tem maior probabilidade de influenciar as decisões do CA. Os autores verificam também que a periodicidade das reuniões está relacionada com a dimensão da empresa. No entanto, Xie *et al.* (2003) constataam que o número de reuniões da comissão de auditoria está negativamente associado com o nível de acréscimos discricionários, o que sugere que a frequência de reuniões é um factor importante para restringir a propensão de envolvimento dos administradores em técnicas de gestão de resultados. Bédard *et al.* (2004) verificaram, numa amostra de empresas nos EUA, que não há relação entre o número de reuniões da comissão de auditoria e o nível de gestão de resultados, embora, os autores constataam também que o nível de gestão de resultados está negativamente associado à especialização na área financeira e de governo, dos auditores integrantes na comissão e a indicadores de independência.

Noutra vertente, Othman *et al.* (2014) baseados em estudo analítico ao conteúdo do relatório anual divulgado e numa amostra de 94 empresas cotadas na bolsa da Malásia, através de modelos de regressão linear múltipla, estudaram a associação entre a relação existente na ética de divulgação e as características da comissão de auditoria. Os autores não encontraram uma associação consistente entre a independência, frequência de reuniões e tamanho da comissão e a ética da divulgação.

É importante também referir que de acordo com o Código de Governo do Reino Unido (2010)⁸⁸, as comissões de auditoria deverão ter funções específicas em relação aos auditores externos, nomeadamente no que se refere à recomendação da nomeação de auditores para a comissão e aprovação dos honorários e demais condições, como a existência de insatisfação com o seu desempenho, que aconselha a sua substituição. Num caso muito improvável em que o conselho não concorde com a comissão, os argumentos, de ambos os lados, necessitam de ser apresentados aos accionistas no relatório anual e demais documentos. No Relatório *Smith* (2003)⁸⁹ é referido que a comissão deve aprovar a nomeação e destituição do responsável pela auditoria interna e manter um estreito controlo entre a independência e a objectividade dos auditores externos. Em Portugal, verifica-se que as empresas, que constituem o PSI, têm

⁸⁸ Vide www.out-law.com/page-8219, acedido em Junho de 2013.

⁸⁹ Vide www.icaew.com/en/library/subject-gateways/corporate-governance/codes-and-reports, acedido em Setembro de 2014.

comissões de auditoria. A comissão de auditoria tem um papel fulcral para garantir um “*Bom Governo*” num grupo empresarial, encarregando-se, essencialmente, da supervisão e controlo do cumprimento dos objectivos que permita uma divulgação de informação fidedigna, oportuna e credível, dirigida a todos os grupos de interesse do grupo empresarial.

Também, em Espanha, a Lei requer que as entidades cotadas tenham um conselho de auditoria, cujos membros sejam na sua maioria administradores não executivos, que assumam a supervisão da função de auditoria interna e conheçam o processo de informação financeira e os sistemas de controlo interno da entidade. De facto, a comissão de auditoria deve: (i) supervisionar o processo de elaboração e a integridade da informação financeira, verificar o cumprimento dos requisitos normativos, a adequada delimitação do perímetro de consolidação e a correcta aplicação dos critérios contabilísticos; (ii) verificar periodicamente os sistemas de controlo interno e a gestão de riscos e identificar, gerir e divulgar adequadamente os principais riscos; (iii) velar pela independência e eficácia da função de auditoria interna, propor a selecção, nomeação, reeleição ou demissão do responsável do serviço de auditoria interna, receber informação periódica sobre as suas actividades e verificar que a administração tenha em conta as conclusões e recomendações dos seus relatórios; e (iv) estabelecer um mecanismo que permita aos empregados comunicar, de forma confidencial ou anónima, as irregularidades potencialmente significativas, especialmente financeiras e contabilísticas, que ocorram no seio da empresa (CNMV, 2010: 12-13).

Segundo Turley *et al.* (2004) os argumentos que explicam a importância que a comissão de auditoria adquiriu, num grupo empresarial, relacionam-se com a redução dos problemas de agência entre a administração e os accionistas, representam uma ligação entre os auditores externos e internos, influenciam o grau de cumprimento das normas legais e éticas relativamente à divulgação da informação e ajudam a desenvolver um melhor desempenho empresarial, que incide directamente sobre a criação de riqueza para os investidores e accionistas.

Relativamente ao Controlo Interno coloca-se não só a ênfase nos procedimentos que influenciam directamente a imagem externa do grupo mas, igualmente, nos

processos que internamente influenciam a qualidade da informação divulgada aos diferentes grupos de interesses, como os que fomentam a eficiência, reduzem o risco de perda do valor dos activos e ajudam a garantir a fiabilidade das DF e no cumprimento das leis, dos normativos vigentes e dos estatutos sociais. Segundo a Coopers and Lybrand (1997) é importante ter em conta que o Controlo Interno não garante o êxito da empresa, nem o cumprimento fiel das leis e normas, apenas dá uma segurança razoável sobre os mesmos e ajuda à consecução dos objectivos da empresa.

A SOX (SEC, 2002) e os Códigos de Bom Governo têm contribuído para um maior nível de transparência e para a independência dos auditores e requerem que a empresa planeie, estabeleça e avalie os sistemas de Controlo Interno que utiliza, assim como responsabiliza os órgãos de administração quanto ao processo. Os diferentes normativos assinalam a obrigação quanto à necessidade de divulgar informação sobre os sistemas de Controlo Interno implementados e possíveis deficiências e debilidades significativas que possam afectar a informação financeira. Assim, a identificação e análise dos riscos inerentes à actividade constituem uma componente essencial de um sistema de controlo interno eficaz. Para os diferentes grupos de investidores e financiadores é de vital importância a informação divulgada sobre o sistema de controlo interno, uma vez que permite tomar decisões sobre o investimento com base num determinado nível ou intervalo de tolerância. Por outro lado, os estudos produzidos pelos organismos de normalização contabilística e pelas entidades reguladoras dos mercados de capitais consideram que a discricionariedade contabilística cria as condições para o surgimento de administradores executivos com incentivos na tomada de decisões contabilísticas, no seu próprio interesse. Contudo, se existirem mecanismos eficazes de controlo interno e comissões de auditoria, com um elevado nível de independência, esse comportamento tende a ser substancialmente limitado.

1.2.7.5.2 – O Controlo Interno

O cenário dinâmico dos Grupos Empresariais encontra-se pressionado para atingir os objectivos próprios do negócio e, ainda, pelas incertezas existentes na economia nacional, tendo a crise financeira mostrado falhas e situações de fraude empresarial que vieram demonstrar a elevada importância atribuída ao “*Governo das Sociedades*” com

enfoque no Controlo Interno e na gestão do risco. Assim, para se ter um adequado governo é necessário um bom sistema de controlo interno, que funcione como pilar, desenvolvido com base numa excelente política de gestão de risco, uma vez que a actividade económica necessita que haja verificação para assegurar a consecução dos objectivos empresariais, procura de eficácia e eficiência, produtividade e competitividade, tendo como elemento chave a transparência (Farah, 2010).

Berbia (2008) argumenta que os grupos empresariais que optaram por uma maior transparência, credibilidade e ênfase no “*Governo das Sociedades*” beneficiaram, substancialmente, de uma maior responsabilidade do órgão de administração e comissões de auditoria e de controlo interno, assim como maior compreensão sobre a importância do “*Governo*” como parte integrante do controlo de processos, identificação dos riscos e monitorização das actividades.

Não se pode descurar que, os vários escândalos financeiros iniciados nos EUA e no Reino Unido geraram desconfiança nos mercados, debilitando a credibilidade e a reputação dos administradores com implicações também nos auditores. Verschoor *et al.* (2002) consideram que as falhas de controlo interno foram a principal causa, apresentando como exemplo as numerosas críticas à *Enron*, onde o problema principal se deveu à existência de debilidades no referido sistema. Efectivamente, seria necessário reforçar o grau de responsabilização para os que assumem as funções de controlo interno e que lhes seja exigido total independência face à estrutura accionista. Também deveriam ser intensificados os requisitos de qualificação, em termos de competência técnica, e similarmente do ponto de vista deontológico, comportamental e de análise da idoneidade, vinculados a exigentes códigos de conduta pessoal, mormente no que se refere a funções de: (i) auditoria interna; (ii) risco; (iii) análise e modelo de governação; (iv) compliance; (v) recursos humanos, remunerações e incentivos; e (vi) políticas de comunicação abertas e transparentes.

O COSO (1992) transmite a mensagem de que o controlo interno é um processo contínuo, flexível e simples liderado por todo o Grupo Empresarial, com o intuito de minimizar os riscos e alcançar os objectivos estabelecidos. Neste pressuposto, o Controlo Interno é um processo, levado a cabo pelo CA e outros membros da entidade, planeado com a finalidade de proporcionar um grau de confiança razoável no alcance

dos objectivos relativamente: (i) à eficácia e eficiência dos recursos alocados; (ii) à fiabilidade da informação financeira; e (iii) ao cumprimento das leis e normas aplicáveis. Com a publicação do Relatório COSO (1992), o controlo interno passou a centrar-se em todas as actividades organizacionais relacionadas com a consecução das diversas finalidades económicas e com o funcionamento inerente ao cumprimento dos propósitos empresariais. Também o Relatório *Hampel* (1998) define claramente a obrigação do CA de rever, com uma periodicidade anual, a efectividade de todos os controlos que contemplam averiguações de ordem operacional, financeira, de conformidade e de risco de gestão empresarial, considerando que a finalidade última da revisão do processo é a de assegurar a existência de uma estrutura de controlo através da qual a organização possa proteger-se e incrementar o valor dos accionistas (Chércoles Blázquez, 2000: 76). No entanto, a Lei SOX (SEC, 2002) introduziu grandes alterações, principalmente a nível da harmonização, revisão, reestruturação e desenvolvimento das normas e recomendações, com duas secções centradas no controlo interno e nos relatórios de gestão com informação sobre o sistema daquele controlo. A referida Lei reforça-o na informação financeira disponibilizada aos mercados e recomenda que as organizações avaliem o sistema de controlo interno baseado na estrutura do COSO – *Internal Control – Integrated Framework* (1992), que está explícita na SA n.º 2 e n.º 5 do PCAOB. Conforme referido, segundo o artigo 404.º da Lei SOX (SEC, 2002), é da responsabilidade directa dos administradores estabelecer e manter uma adequada estrutura de controlo interno, avaliação regular e eficácia do sistema e procedimentos para com o relatório financeiro. Assim, este deverá conter uma avaliação desse controlo e os auditores deverão emitir um relatório anual para atestar a avaliação efectuada pela administração. Devem, ainda, enfatizar a efectividade da estrutura de controlo em relação à informação financeira e todas as debilidades conhecidas do sistema, bem como todas as fraudes identificadas.

Jensen *et al.* (2003) consideram que os administradores dos Grupos Empresariais que estabelecem sistemas de controlo reduzem os inerentes custos de agência, uma vez que incluem mecanismos de controlo interno e externo e em alguns casos são substitutos entre si. Por outro lado, Castromán Diz *et al.* (2005) concluíram que a implementação de um sistema de controlo interno adequado fortalece o comportamento

ético na organização. Neste âmbito, a SOX (SEC, 2002) estabelece como necessidade que a administração elabore um relatório sobre o Controlo Interno onde expresse pelo menos: (i) a responsabilidade dos administradores executivos no estabelecimento e manutenção dos controlos que propiciem um adequado relato financeiro; (ii) as conclusões da administração, no final de cada período económico, sobre a efectividade dos mesmos; e (iii) se os auditores externos analisaram e informaram sobre a avaliação que os administradores fizeram do sistema de controlo contabilístico. Grumet (2007) considera que a Lei SOX (SEC, 2002) contribuiu, de um modo geral, para o fortalecimento da responsabilidade dos administradores e aumento da confiança dos investidores nos grandes grupos empresariais e no mercado de capitais. O autor alerta, também, para o aumento dos custos suportados, pelas empresas, com o intuito de cumprir os requisitos impostos no artigo 404.º da SOX, como a certificação do sistema de controlo interno, embora tenha melhorado o desempenho dos mercados de capitais, reforçado a responsabilidade empresarial e a confiança dos destinatários. É importante realçar também os efeitos da SOX sobre a assumpção dos riscos assumidos no desenvolvimento da actividade em termos empresariais.

Convém, ainda, referir a regulamentação emitida pelo Conselho de Basileia⁹⁰ que reforçou a importância das matérias sobre Controlo Interno, sendo considerada como um marco importante, em função da especificidade do sector, especialmente no sector financeiro. Efectivamente, o documento *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards* (2006) sublinha a necessidade de um sistema de controlo interno, com o propósito de minimizar qualquer tipo de risco, focando o de cariz operacional e dando importância ao relato e ao papel da auditoria interna e

⁹⁰ O Acordo de Basileia III refere-se a um conjunto de propostas de reforma da regulamentação bancária, publicadas, em 16 de Dezembro de 2010, faz parte de um conjunto de iniciativas promovidas pelo *Financial Stability Board* (FSB) e pelo G20, para reforçar o sistema financeiro após a crise dos sub-primers. A reforma foi motivada pela constatação de que a severidade da crise se explica, em grande parte, pelo crescimento excessivo dos valores apresentadas nos balanços dos bancos, ao mesmo tempo em que caíam o nível e a qualidade dos recursos próprios destinados a cobrir os riscos. Além disso, muitas instituições não dispunham de reservas suficientes para fazer face a uma crise de liquidez. Nesse contexto, o sistema bancário revelou-se, de início, incapaz de absorver as perdas que afectaram os produtos estruturados de securitização e de assumir, em seguida, a reintermediação de uma parte das exposições extra-balanço. As incertezas pesaram sobre a qualidade dos balanços, a solvabilidade dos bancos e os riscos ligados à interdependência entre eles, podendo a insolvência de uma instituição provocar a insolvência de uma outra, em efeito dominó, criando uma crise de confiança e de liquidez generalizada. Considerando-se o papel do sistema financeiro no financiamento da economia real, o carácter internacional das instituições financeiras e o custo final suportado pelos Estados principalmente através dos planos de *bailout* com recursos públicos, uma intervenção coordenada por parte dos agentes reguladores internacionais foi considerada legítima, *vide* www.bis.org/bcbs/basel3.htm, acedido em Setembro de 2012.

externa, como supervisora do sistema de controlo interno e de gestão do risco considerando-o como um pilar do “*Governo das Sociedades*”. No entanto, em Portugal, deparamo-nos com os processos como a: (i) dissolução do BPP; (ii) nacionalização do BPN; e (iii) divisão do BES, sendo que os problemas nessas instituições bancárias, se devem a questões relacionadas com falhas do Controlo Interno, assumpção de riscos de elevado grau e à falta de supervisão do Regulador, nomeadamente do Banco de Portugal e da CMVM.

A recomendação 2005/162/CE (Comissão Europeia, 2005), também reforçou a supervisão do Controlo Interno através da recomendação de criação de comissões de auditoria, estrutura, composição e qualificações e responsabiliza os auditores internos e externos pela sua divulgação e entrega à comissão de auditoria das debilidades do Sistema de Controlo Interno. Hay *et al.* (2008: 9) demonstraram que os sistemas de controlo, governo e auditoria são complementares porque não se substituem e que o incremento num, provoca melhoria nos outros. Então os auditores e as comissões de auditoria constituem uma aliança fulcral para a existência de um “*Bom Governo das Sociedades*”.

Contudo, Sarens *et al.* (2006) referem que um sistema de controlo interno de uma empresa tem um papel fundamental na gestão dos riscos significativos para a concretização dos objectivos do negócio e desenvolvimento da actividade e para a promoção dos processos de governo que sejam eficazes e eficientes. Os autores efectuaram um estudo, sob a forma de entrevista, aos responsáveis pelo departamento de auditoria interna e analisaram documentos considerados relevantes, numa amostra de 10 empresas, com o objectivo de comparar de forma qualitativa o papel actual dos auditores internos quanto à análise da gestão do risco. Os autores concluíram que o facto dos auditores internos se focarem nas graves deficiências do sistema de gestão de risco, cria oportunidades para demonstrar o seu valor e gerar consciência de que a existência de um sistema mais formalizado melhora os níveis de controlo.

Segundo a CNMV (2010: 19) desenvolveram-se nos últimos anos conceitos de gestão de riscos e de controlo interno que constituem uma peça fundamental no processo, tais como: (i) análise e gestão dos riscos empresariais e no método instruído

para identificar potenciais eventos que possam afectar a entidade e gerir os eventuais riscos dentro dos limites aceites, proporcionando um nível de segurança razoável no alcance dos objectivos; (ii) controlo interno como procedimento efectuado pelo CA, com a finalidade de proporcionar o nível de confiança razoável na consecução da eficácia e da eficiência das operações, fiabilidade da informação financeira, cumprimento das normas aplicáveis e na salvaguarda dos activos. O controlo interno subsume parte integrante na gestão dos riscos empresariais e tem como componentes básicos, que devem estar relacionados através de um processo integrado, o ambiente de controlo, avaliação dos riscos, actividades de controlo, informação e comunicação e supervisão; e (iii) o sistema de controlo interno, que se configura como um conjunto de processos que o CA e a comissão de auditoria desenvolvem para proporcionar segurança razoável sobre a fiabilidade da informação financeira que se publica nos mercados. O CA é o responsável pelo desenvolvimento, implementação e funcionamento de um Sistema de Controlo Interno adequado e eficaz, geralmente através da função económico-financeira, sendo a comissão de auditoria o órgão encarregado pela supervisão. Assim, a comissão de auditoria tem como função o cumprimento de um plano anual que ajude a avaliar a eficácia do sistema e a elaboração periódica de um relatório que indique as debilidades detectadas durante a execução do trabalho e a calendarização das medidas propostas para correcção (CNMV, 2010: 19-20).

Em suma, a CNMV (2010: 23-24) recomenda às entidades que potenciem uma cultura de controlo interno e desenvolvam princípios e boas práticas de actuação para alcançar objectivos, devendo: (i) elaborar e manter actualizada uma declaração de valores éticos devidamente explicitada, relativa à fiabilidade da informação financeira e ao cumprimento dos normativos aplicáveis, que sejam aprovados pelo CA e comunicados a todos os níveis da organização; (ii) estabelecer procedimentos de vigilância quanto ao respeito pelos princípios da integridade e ética profissional, assim como medidas para identificar e corrigir potenciais desvios; (iii) favorecer a discussão aberta de qualquer assunto de relevância para a entidade, relacionado com a informação financeira; (iv) designar os membros da comissão de auditoria, tendo em conta os seus conhecimentos e experiência em matéria de contabilidade, auditoria ou gestão de riscos

e manter informação actualizada sobre as alterações regulatórias; (v) desenvolver linhas apropriadas de autoridade e de responsabilidade nos diferentes processos de elaboração da informação financeira, para cada área funcional, localização e unidade de negócios relevante; (vi) aplicar de forma homogénea o modelo de controlo onde deve constar os normativos e procedimentos devidamente documentados, uma estrutura que suporte o modelo e assegure o seu funcionamento, assim como o cumprimento dos requisitos estabelecidos e as ferramentas de informação que garantam a integridade; (vii) dotar a entidade de recursos humanos, que devem ter conhecimentos suficientes e actualizados das normas contabilísticas, auditoria, controlo interno e gestão de riscos e materiais suficientes, proporcionando a formação necessária para o desempenho das suas funções; (viii) as avaliações de desempenho e as práticas de remuneração devem ter em conta e contribuir para a fiabilidade da informação e estar integradas na política de gestão de riscos; (ix) a entidade deve empregar e reter as pessoas que reúnam as capacidades requeridas para elaborar a informação financeira a partir de um processo de evolução e actualização periódica.

1.2.7.5.3 – A Auditoria e o Processo de Divulgação da Informação

A contabilidade deverá permitir, a partir de factos passados e do seu relato, uma visão antecipada em termos de desempenho económico e empresarial. Para isso, é primordial realçar que a informação financeira produzida pelas empresas deve ser credível e responsável, de forma que os utilizadores a quem a mesma se destina possam dela retirar conclusões idóneas para a tomada de decisões. Todavia, existem diversas entidades envolvidas na preparação, elaboração, análise, divulgação e utilização das DF, nomeadamente os auditores que têm como principal função, após efectuarem o exame das contas de uma organização, emitir um documento onde expressam uma opinião, profissional e independente, sobre o que as DF reflectem.

Abbott *et al.* (2004) estudaram um grupo de 44 empresas cotadas em bolsa com o objectivo de analisar a eficácia dos conselhos de auditoria. Os resultados obtidos pelos autores mostram que os conselhos de auditoria desempenham um papel crucial no acompanhamento e fiscalização do processo de informação. O principal objectivo da

auditoria financeira consiste na obtenção de evidências sobre a realidade económica e financeira reflectida nas DF, bem como na aferição da sua adequação em relação ao normativo de referência.

Não obstante e conforme referido, o órgão de gestão da empresa é responsável pela preparação e elaboração das DF que apresentem de forma verdadeira e apropriada a posição financeira, o resultado das operações e os fluxos de caixa, segundo uma EC de relato financeiro aplicável. Deste modo, o órgão de gestão faz asserções⁹¹, implícitas ou explícitas, relativamente ao reconhecimento, mensuração, apresentação e divulgação dos elementos das DF. Daí o elevado grau de importância atribuído à opinião emitida pelo auditor para a generalidade dos utilizadores das DF, com a finalidade de decidir como efectuar as aplicações com menor risco (Costa, 2010).

Segundo a *International Standard on Auditing (ISA) 315 “Identifying and Assessing the Risks of Material Misstatement through Understanding the Entity and its Environment”* (IFAC, 2010), citado em Costa (2010: 45), como identificar e avaliar os riscos de distorção material através da compreensão da entidade e do seu meio envolvente, divide as asserções em três categorias assim consideradas: (i) classes de transacções e acontecimentos durante o período sob auditoria; (ii) saldos de contas no final do período; e (iii) à apresentação e divulgação.

Neste âmbito, o trabalho deverá ser efectuada considerando numa primeira fase os seguintes aspectos: (i) a ocorrência das transacções e acontecimentos que estão registados aconteceram efectivamente e se estão relacionados com a entidade; (ii) todas as transacções e acontecimentos que deviam ter sido registados o foram de facto, considerando o princípio da plenitude, integralidade ou totalidade; (iii) as quantias e outros dados relativos a transacções e acontecimentos registados foram apropriadamente registados, tendo em atenção a exactidão; (iv) as transacções e acontecimentos foram registados no período contabilístico correcto, considerando o pressuposto do acréscimo; e (v) as transacções e acontecimentos foram registados nas contas apropriadas, considerando a classificação (CNMV, 2010: 22-23 e Costa, 2010).

⁹¹ Uma asserção é uma afirmação ou asseveração, ou seja uma proposição que se adianta como verdadeira. Também se pode considerar uma proposição, positiva ou negativa, enunciada como verdadeira, ou seja uma afirmação categórica (Costa, 2010: 44).

Numa segunda fase verificar: (i) se realmente existem os activos, passivos e interesses no capital próprio; (ii) se a entidade detém ou controla os direitos sobre os activos e se os passivos são obrigações da entidade; (iii) se todos os activos, passivos e interesses no capital próprio que deviam ter sido registados o foram efectivamente; e (iv) se os activos, passivos e interesses no capital próprio estão incluídos nas DF por quantias apropriadas e se quaisquer ajustamentos resultantes da valorização ou imputação estão apropriadamente registados, no que respeita à valorização e imputação (Costa, 2010).

Numa terceira e última fase analisar: (i) se os acontecimentos, transacções e outros assuntos divulgados ocorreram e se estão relacionados com a entidade, relativamente à ocorrência de direitos e obrigações; (ii) se todas as divulgações que deviam ter sido incluídas nas DF o foram realmente, no que diz respeito ao cumprimento do princípio da plenitude, integralidade ou totalidade; (iii) se a informação financeira está apresentada e descrita de forma apropriada e as divulgações estão claramente expressas, no que respeita à classificação e compreensibilidade; e (iv) se as informações financeiras e outras estão apropriadamente divulgadas e por quantias apropriadas, relativamente ao cumprimento da exactidão e valorização (IFAC, 2010) citado em Costa (2010).

Veja-se como exemplo o caso do Grupo BES, relatado por Pereira (2014: 8-9), em que o contabilista assume que as contas apresentadas não eram verdadeiras desde 2008, com o objectivo de esconder as perdas da ESI, e que o CEO tinha conhecimento. Também realça a não existência de directrizes internas que definissem quais os activos que deviam ser reavaliados ou como o deveriam ser. Por outro lado, a empresa que efectuava a auditoria externa refere que não há documentos, nem suporte documental, que provem a propriedades de alguns activos imobiliários, embora esses activos constassem no Balanço, de forma a ajustar o valor do passivo relativo a um empréstimo efectuado à ESI. Em 2013, ainda foi decidido reavaliar todos esses activos de forma a corrigir o passivo que não constava no balanço para fazer corresponder o activo. Em síntese, um somatório de activos inexistentes, que eram reconhecidos no balanço e por outro lado passivos existentes mas aí não reconhecidos. Destaca-se a crucial importância, para uma entidade, da existência de um manual detalhado sobre os

procedimentos contabilísticos e explicações claras para garantir o correcto desenvolvimento das operações e o alcance dos objectivos. Também quanto aos processos informáticos há que incluir as folhas de cálculo e a informação sobre todos os procedimentos e programas, pois a falta ou omissão do manual coloca em causa todas as fases de uma auditoria e a responsabilidade e idoneidade dos auditores. Neste contexto, deviam ser assumidos sistemas internos consolidados, devidamente auditados, de acompanhamento da valorização dos activos apresentados no balanço e, em particular a avaliação dos bens deveria ser reapreciada periodicamente de forma realista, exigente e criteriosa, assentes em regras contabilísticas devidamente definidas.

De facto, para que as empresas europeias se comportem com a máxima responsabilidade, e transparência, tanto frente a empregados e accionistas, como à sociedade em geral, é de capital importância o papel da auditoria no processo da divulgação da informação (Comissão Europeia, 2011), assumido com independência, rigor, responsabilidade e profissionalismo. No entanto, para as entidades de maior dimensão e de capitais abertos é necessário a existência de uma comissão de auditoria, ou fiscalização ou de supervisão, composta por vários elementos, sendo que pelo menos um deverá ter formação na área financeira, de acordo com a legislação⁹².

As responsabilidades principais da comissão de auditoria são resumidas da seguinte forma: (i) monitorar a integridade das DF e anúncios da empresa; (ii) avaliar os controlos financeiros internos e sistemas de gestão de riscos; (iii) acompanhar e analisar a função de auditoria interna; (iv) recomendar a nomeação ou substituição de auditores externos e avaliar a eficácia do seu trabalho; (v) desenvolver e implementar uma política sobre o uso dos auditores para serviços de consultoria.

Não obstante, segundo o *Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas* (ICAC), há que distinguir o estudo destinado a avaliar e a melhorar o sistema de controlo interno de uma entidade, realizado pelo auditor na sua qualidade de especialista em virtude de um mandato específico e o estudo e avaliação do controlo interno que se realiza no contexto da auditoria de contas. Nesta circunstância, o auditor externo deve analisar e avaliar o sistema de controlo interno para determinar o alcance, natureza e

⁹² Vide CSC e CVM.

momento de realização das provas. O auditor limita o alcance do seu trabalho sobre o sistema de controlo interno em função do seu juízo profissional, mas está obrigado a comunicar, à administração e à comissão de auditoria, as debilidades significativas do sistema de controlo interno identificadas no decurso da auditoria (CNMV, 2010: 13).

No entanto, relativamente ao caso BES, embora a KPMG & Associados SROC, S.A., exercesse as funções de Auditor Externo/Revisor Oficial de Contas do Grupo, desde o ano 2002, e tenha sido deliberado em Assembleia Geral Anual de 2012, mediante proposta da Comissão de Auditoria e parecer específico fundamentado, a manutenção em funções do auditor externo para o terceiro mandato de quatro anos, quadriénio 2012/2015, é de relevar ter a auditora emitido uma opinião, profissional e independente, relativamente às contas anuais para o período terminado em 2013, de que *“... as DF consolidadas apresentam de forma verdadeira e apropriada, em todos os aspectos materialmente relevantes, a posição financeira consolidada do Banco Espírito Santo, SA, em 31 de Dezembro de 2013, o resultado consolidado das suas operações, o rendimento integral consolidado, os fluxos consolidados de caixa e as alterações nos capitais próprios consolidados no exercício findo naquela data, em conformidade com as IFRS, tal como adoptadas na União Europeia e a informação nelas constante é completa, verdadeira, actual, clara, objectiva e lícita”* (BES, 2013: 221) apresentando, assim, uma opinião sem reservas, apenas com uma ênfase, datada em 9 de Abril de 2014, nada referindo quanto a eventos subsequentes. Evidencia-se o facto que a opinião emitida pela auditora para as contas individuais era idêntica, apenas apresentava a alteração relativa ao normativo contabilístico aplicado na preparação e elaboração das DF. Ainda se salienta a ocorrência, em Maio de 2014, relacionada com o aumento de capital e a respectiva conclusão com êxito, a 11 de Junho, e o facto de ter sido considerado em situação de insolvência, no início do mês de Agosto. Assim, a instituição foi dividida em duas partes, a boa e a má, tendo ficado os accionistas com a parte má, destituída de qualquer valor. Realça-se ainda, pela análise aos acontecimentos ocorridos, a existência de assimetria da informação relativamente aos pequenos accionistas.

Embora a auditora externa emita uma Certificação Legal das Contas (CLC)⁹³, Costa (2010: 665-666) opina que ela não pode ter a certeza absoluta da correcção das DF por várias razões: (i) o auditor não analisa detalhadamente todas as operações da empresa nem inspecciona todos os seus activos, mas sim, efectua o seu trabalho com base em amostragens, cuja amplitude varia com a sua conclusão sobre a adequação dos sistemas contabilísticos e de controlo interno existentes na empresa; (ii) se por um lado é possível ter a certeza dos saldos de determinadas contas, como por exemplo o caixa ou os valores em depósitos à ordem, o mesmo não acontece, relativamente a outras, em que os mesmos são estimados e variam de acordo com o juízo profissional feito por cada auditor, caso das imparidades, provisões, acréscimos, diferimentos ou depreciações; (iii) utilizam-se várias políticas contabilísticas relativamente a um mesmo assunto, embora, sujeitas à EC do normativo identificado, caso do método de custeio, distinção entre activos capitalizáveis ou não, métodos de depreciação ou métodos de reconhecimento do rédito; (iv) o auditor pode encontrar erros, inexactidões ou diferenças que, segundo o seu entendimento não sejam materialmente relevantes que possam vir a afectar quaisquer avaliações ou decisões.

No entanto, o papel desenvolvido pelo auditor externo é de extrema importância para o reforço da confiança dos mercados na informação publicada. Efectivamente, seria conveniente a elaboração de um guia de actuação que se definisse com maior precisão o alcance da revisão e a divulgação de um relatório mais completo e transparente, capaz de: (i) impor o cumprimento dos princípios e regras objecto dos normativos e recomendações; (ii) facilitar a comparabilidade da informação publicada; e (iii) favorecer a convergência de nível europeu e internacional. Para isso, seria importante a existência de uma maior interacção entre o auditor externo e a comissão de auditoria interna.

No entanto, a comissão de auditoria do Grupo BES, de acordo com o disposto no CVM, também, em 9 de Abril, emitiu o relatório com o parecer de que a “*informação financeira contida no Relatório da Gestão, nas contas anuais e demais documentos de*

⁹³ É uma declaração onde, de acordo com a Lei portuguesa, Decreto-Lei n.º 487/99, o auditor externo, denominado de ROC expressa a sua opinião. A CLC pode apresentar-se da seguinte forma: (i) CLC com opinião sem reservas; (ii) CLC com opinião sem reservas mas cm ênfases; (iii) CLC com opinião com reservas, por limitação do âmbito da auditoria e/ou por desacordo; (iv) CLC com escusa de opinião; e (v) CLC com opinião adversa. Em casos excepcionais o auditor pode emitir uma declaração de impossibilidade de CLC.

prestação de contas exigidos por Lei ou Regulamento, foi elaborada em conformidade com as normas contabilísticas aplicáveis relativamente ao exercício findo (...) dando uma imagem verdadeira e apropriada do activo e do passivo, da situação financeira e dos resultados do BES e das empresas incluídas no perímetro da consolidação. O Relatório da Gestão expõe fielmente a evolução dos negócios, do desempenho e da posição do emitente e das empresas incluídas no perímetro da consolidação, e contém uma descrição dos principais riscos e incertezas com que se defrontam” (BES, 2013: 223). Efectivamente destaca-se a linguagem adoptada pelos auditores como sendo excessivamente prudente e técnica. Assim, seria também necessário contribuições e definições de nível internacional para a existência de uma maior transparência e rigor dos conteúdos dos relatórios de auditoria.

Considerando o elevado grau de importância que os utilizadores da informação atribuem à CLC e ao Relatório da Comissão de Auditoria e o facto de qualquer uma delas não apresentar reservas, então perguntar-se-á: (i) qual a responsabilidade e respectivas consequências dos emitentes da informação, nomeadamente a administração, e a comissão de auditoria e o auditor externo? (ii) qual a credibilidade do relatório de auditoria e da certificação legal das contas? (iii) qual a responsabilidade do supervisor e das entidades intervenientes? (iv) será que deve ser a comissão de auditoria a recomendar a nomeação ou substituição de auditores externos e a avaliar a eficácia do seu trabalho? (v) haverá efectiva independência do auditor/revisor? (vi) existirá uma lógica de relações especiais e interesses próprios? e finalmente a questão chave de vital importância (vii) em que medida existe uma implementação de mecanismos que garantam a fiabilidade da informação financeira divulgada?

Porém, a comissão de auditoria, de acordo com a lei e regulamentos, deverá assumir uma posição independente, sendo visto como o guardião da integridade das DF e do desempenho de uma empresa, tendo a obrigação de aquilatar todos os elementos apresentados e divulgados aos accionistas e aos utilizadores, no geral, pois será uma declaração que fica depositada e será invocada no futuro. Isso exige que os membros da comissão, para além de compreenderem as DF e como são preparadas, têm o dever de interrogar o administrador financeiro e os auditores externos sobre a forma como as contas são produzidas. Esta supervisão geral das contas da empresa significa que a

comissão de auditoria tem, também, um papel importante na verificação dos controlos financeiros internos da empresa, revendo o seu funcionamento e garantir que os sistemas de gestão de risco necessários estão assegurados, nomeadamente no que diz respeito à garantia da fiabilidade da informação divulgada (Costa, 2010).

Observe-se o caso da auditoria efectuada ao GES para a análise do risco e das medidas a ter em atenção para minimizar o problema relacionado com potenciais perdas efectivas no valor dos activos. A auditoria classificou os níveis de risco em baixo, médio e elevado, tendo concluído que as medidas a tomar para a redução do risco, seriam assim escalonadas: (i) oito de baixo risco; (ii) doze de risco médio; e (iii) dez de risco elevado, com impacto significativo nas contas e para o Grupo BES. As medidas estavam relacionadas com a evolução do plano de negócios dos projectos e da alienação de activos da Rioforte, evolução do plano de negócios a nível internacional da *Opway*, evolução do rendimento líquido a distribuir aos accionistas e evolução das taxas de crédito e depósitos em Portugal e Angola pela ESFG (PWC, 2014: 7). A auditoria foi efectuada pela PWC, a pedido do Banco de Portugal em 14 de Março de 2014, e mostrava que a Rioforte apresentava um valor patrimonial negativo de 945 milhões de euros e que a possibilidade do Grupo proceder a uma Oferta Pública de Aquisição *versus* Oferta Pública de Troca (OPA/OPT), como previsto no plano de negócios, era de elevado risco. A auditoria incrementada no período de 14 de Outubro de 2013 a 10 de Fevereiro de 2014, não incorpora quaisquer factos ocorridos após essa data. Contudo, era referido no relatório que os planos de negócios não reflectiam o serviço de dívida contratualizada, assumindo o pressuposto que a mesma seria refinanciada e as instituições bancárias, assim como outros credores, continuariam a apoiar o grupo (Filipe, 2014: 6).

Por outro lado, há que referir que no caso de instituições financeiras, dada a sua condição de entidades de crédito, devem aquelas ser submetidas a regras muito rigorosas, por parte dos supervisores, para além de deverem ser obrigadas a constituir um órgão colegial interno com elementos representantes dos accionistas com formação académica adequada e carácter suficiente e que prestem atenção aos riscos que possam gravitar sobre a entidade de forma a garantir uma gestão prudente por parte dos

administradores. É claro que esse desempenho exige qualificações e dedicação e deveria ser remunerado de forma compatível e apropriada.

As disposições relevantes, no âmbito da SOX, exigem: (i) revisão e aprovação do Relatório de Auditoria por pessoa qualificada, mas nunca a que elaborou o relatório, embora ligada à empresa de contabilidade; (ii) não especifica quais os princípios contabilísticos aceites, mas estabelece os critérios a que têm de obedecer os organismos que emitem estes princípios (SEC, 2002: 108); (iii) impede as empresas de auditoria de prestarem aos seus clientes outros serviços para além dos de auditoria, como sejam, serviços actuariais, serviços jurídicos, etc. Esta limitação não é aplicável no caso em que os serviços que não sejam de auditoria não excedam 5% do valor total dos serviços a serem pagos; (iv) tanto a auditoria de uma empresa como a sua revisão não são efectuadas pela mesma entidade por períodos que excedam 5 anos; (v) a nomeação, remuneração e supervisão das actividades das empresas de auditoria fica a cargo da comissão de auditoria das sociedades, cujos membros têm de ser independentes – para serem independentes não aceitarão remunerações por trabalhos de consultoria, aconselhamento ou outros, nem estarem associados a ela ou a uma das suas subsidiárias (SEC, 2002: 301); (vi) na mesma secção do ponto anterior (SEC, 2002: 401) é estabelecida a elaboração de normas, em período não superior a 180 dias, que obriguem à divulgação nos Relatórios Financeiros trimestrais e anuais de operações “*Fora do Balanço*” e outras relações da sociedade com entidades ou pessoas não consolidadas que possam vir a ter efeito material, presente ou futuro, na posição financeira, suas alterações, resultados das operações, liquidez, investimentos, recursos de capital, ou componentes significativas de receitas ou despesas; (vii) é declarada a ilegalidade de qualquer sociedade, incluindo uma sua subsidiária, se directa ou indirectamente, mantiver ou aumentar créditos, ou procurar aumentos de crédito, sob a forma de empréstimos pessoais a um gestor executivo ou administrador da sociedade. São, no entanto, indicadas algumas excepções a esta medida, como empréstimos para a construção ou beneficiação de casas, ou crédito de consumo (SEC, 2002: 402); e (viii) estabelece, ainda (SEC, 2002: 501), a elaboração de normas por parte da SEC ou, sob a autorização e direcção desta, por parte de associações de títulos registadas ou de bolsas

de valores, de modo a evitar conflitos de interesse por parte dos analistas financeiros aquando da recomendação de acções ou na elaboração de operações de *research*.

Baker (2008) refere que um relatório financeiro credível, a par da independência e responsabilização dos auditores, ajuda a proporcionar um maior controlo social sobre as empresas. Não obstante, é difícil conceber quaisquer outros mecanismos de controlo potenciais para além da existência de sistemas eficazes de informação financeira em paralelo com um bom governo. Por outro lado, López Iturriaga *et al.* (2010) analisaram as alterações da empresa de auditoria no mercado contínuo espanhol, para empresas cotadas não financeiras, no período compreendido entre 2004 e 2007 e concluíram que a dimensão, a composição e o número de reuniões do CA e do Conselho de Auditoria influenciam significativamente a alteração do auditor. Contudo, os autores destacam que a rotação do auditor não conduz a melhor qualidade da informação, embora as empresas cujos órgãos mais se adequam às recomendações de “*Bom Governo*” sejam as que estão mais inclinadas a mudar de auditor.

Contudo, um dos problemas que se coloca não é só ao nível da qualidade dos resultados contabilísticos, mas ao nível da divulgação dos riscos e incertezas assumidas, quantificação e respectiva tendência, no desenvolvimento da actividade empresarial, dado o elevado grau de importância, bem como os valores éticos de quem faz parte dos órgãos sociais e integra as comissões de apoio, apesar de algumas entidades já disporem de um código de conduta ou ética, caso da Portugal Telecom.

1.3 – A GESTÃO DO RISCO NO GOVERNO DAS SOCIEDADES

O IFAC publicou, em Fevereiro de 2009, um documento denominado “*Evaluating and Improving Governance in Organizations – International Good Practice Guidance*”, com enfoque numa estrutura de boas práticas, com doze princípios fundamentais, em que o princípio I sobre a “*Eficácia e Eficiência da Gestão de Risco Societário*” refere que um dos requisitos centrais do “*Governo das Sociedades*” diz respeito à relação que existe entre a gestão de risco e o cumprimento dos objectivos empresariais. A gestão do risco funde-se com o controlo interno num processo de tomada de decisão e em todas as actividades subsequentes considerando os pontos fortes e as oportunidades, bem como

os pontos fracos e as ameaças, através de uma estrutura de identificação, avaliação e minimização do risco. No entanto, segundo a Teoria da Agência, a assumpção daquela variável, por parte das empresas, está condicionada por díspares atitudes dos accionistas, dos administradores e dos credores, assim como a possibilidade de obtenção de benefícios privados resultantes de tal risco (Díez Esteban *et al.*, 2013). Realmente, a gestão do risco deveria ser assumida de forma integrada e ser alvo de um enfoque reforçado, com total independência.

O FEE, em Julho de 2003, atribuiu primordial importância à gestão do risco assumindo que “*Os sistemas de Controlo Interno e de Gestão do Risco são fundamentais para o êxito da operação de qualquer empresa, não só para cumprir com os objectivos do relatório financeiro, mas também para as operações correntes da empresa de forma a ajudar a alcançar as finalidades do negócio*”. Em Março de 2005, o FEE considerou necessária a discussão e recolha de evidência para potenciar a coordenação e convergência da gestão do risco, procurando o modelo mais ajustado de apresentação nos relatórios (IFAC, 2006).

Pickette (2005) considera que um “*Bom Governo*” depende de uma gestão capaz de compreender os riscos que enfrenta e de manter a empresa sob controlo. Não obstante, Morais (2011: 18-19) refere que no controlo do risco, a maioria das empresas que formam o *Iberia Index (IBEX) 35* adoptaram o COSO (2004), *Enterprise Risk Management – Integrated Framework (ERM)*, desde 2006 e seguem o modelo de referência na apresentação da informação sobre os sistemas de controlo de riscos nos seus relatórios anuais de “*Governo das Sociedades*” explicando os factores integrantes do modelo, informando sobre o ambiente, estabelecimento de objectivos, evolução e mapa de riscos, actividades de controlo, informação e comunicação. Todas as empresas têm uma comissão de auditoria e analisam questões como: (i) composição da comissão; (ii) tipo de membros integrantes; e (iii) sistemas de gestão e controlo dos riscos, embora não identifiquem os riscos que afectam a empresa, nem divulguem a probabilidade de ocorrência ou o possível impacto e nível dos riscos que enfrentam.

Morais (2011: 18-19), também menciona que as empresas efectuaram um elevado esforço para adaptar as suas práticas de “*Governo das Sociedades*” às

recomendações do Código Unificado e que a maioria das sociedades incorporou algumas das recomendações nos seus normativos internos (CNMV, 2011), convertendo o carácter voluntário em princípios de obrigação de cumprimento através de regulamentos internos. Neste âmbito, produziu-se uma melhoria notável ao nível da clareza da informação. Em Portugal, assistiu-se, em 2010, a uma melhoria dessa transparência na divulgação, pelas empresas que formam o PSI 20. Contudo, existem empresas que adoptam o modelo latino e não dispõem de comissão de auditoria e apenas seis entidades não financeiras adoptaram a metodologia COSO (2004) na divulgação da informação sobre riscos. Há que referir também que nenhuma empresa divulgou os mecanismos de mensuração dos riscos potenciais (CMVM, 2012a e 2012b).

Morck *et al.* (2000) e John *et al.* (2008) argumentam que os sistemas económicos com melhor protecção dos investidores caracterizam-se pela existência de um risco específico⁹⁴ mais elevado para a empresa e maior rendimento dos investimentos, dado que o próprio risco gera informação que contribui para uma alocação mais eficiente dos recursos. Ferreira *et al.* (2007) confirmam aquela relação, demonstrando que um melhor governo societário aumenta os incentivos para solicitar informação mais concisa da empresa. Também, Nguyen (2011) analisou a influência do Governo das Sociedades na tomada de riscos para empresas japonesas e os resultados evidenciaram que as possuidoras de estrutura de propriedade concentrada geram melhor desempenho e maiores vantagens competitivas.

⁹⁴ Risco Específico, também designado por risco não sistemático ou diversificável, é a parcela da variabilidade total do rendimento de um activo financeiro devida a factores que são específicos a uma empresa ou sector e cujo impacto, por isso, pode ser atenuado ou mesmo eliminado através de uma adequada diversificação do *portfólio*. Este tipo de risco está associado a factos como por exemplo: (i) alterações ou problemas ao nível da gestão da empresa; e (ii) greves ou modificações dos padrões de consumo relativos aos produtos de uma empresa.

Risco de Mercado, também designado por risco sistemático ou não diversificável, é a parcela da variabilidade total do rendimento de um activo financeiro devida a factores comuns à generalidade dos títulos do mercado, não podendo, por isso, ser eliminada ou atenuada através de uma política de diversificação de *portfólio*. É o tipo de risco associado, por exemplo, a factores macroeconómicos.

De facto, o risco específico pode ser reduzido através da constituição de uma carteira diversificada, enquanto o risco sistemático não, porque deriva da correlação entre as rendibilidades dos activos individuais e a rendibilidade do mercado como um todo.

Na teoria do *portfólio*, riscos de mudanças de preços devido a circunstâncias especiais em casos específicos, contrários em mercados comuns, são descritos como riscos idiossincráticos. Esse risco pode ser virtualmente eliminado através de diversificação num *portfólio*. É também chamado de risco não-sistemático ou específico. Então, risco idiossincrático também pode ser designado por risco específico, consiste no risco de mudança de preços devido a circunstâncias especiais em casos específicos, contrários em mercados comuns. Contudo, o risco idiossincrático é um risco específico, mas o risco específico poderá ser, ou não, idiossincrático, porque a idiossincrasia pressupõe mudanças devido a comportamentos contrários.

Díez Esteban *et al.* (2013) analisaram a relação existente entre a concentração accionista e o risco empresarial para uma amostra de empresas de vinte e um (21) países da OCDE, durante o período de 2001 a 2008 e concluíram que as oportunidades de investimento modelam a influência da estrutura empresarial, ao atribuir diferentes incentivos ao accionista principal para assumpção do risco em função das oportunidades possíveis. Os autores constataram uma tendência para o alinhamento de interesses entre os accionistas de referência e do accionista principal, no sentido de apoiarem decisões arriscadas em caso de oportunidade e limitava em sentido inverso. Porém, se a estrutura accionista é de natureza familiar então as decisões tendem a ser menos arriscadas.

Em Espanha a CNMV (2010) refere o artigo 116.º da Lei de Mercado de Valores, relativo à exigência nas sociedades cotadas da publicação de um relatório de carácter anual sobre o Governo das Sociedades, que ofereça uma explicação detalhada da estrutura de governo e do seu funcionamento, assim como uma descrição dos sistemas de controlo de riscos e o grau de adopção das recomendações, segundo o princípio “*cumprir ou explicar*”. O modelo actual do relatório requer informação das entidades sobre o sistema de controlo de riscos relativo à: (i) descrição da política de riscos da entidade, com detalhe e avaliação dos riscos cobertos pelo sistema de gestão e justificando a adequação do sistema ao perfil de cada risco; (ii) informar se durante o exercício económico se materializou algum dos diferentes tipos de risco como operativo; tecnológico, financeiro ou legal que afectem a empresa, desenvolvendo as circunstâncias que o motivaram e o funcionamento dos sistemas estabelecidos para os mitigar; (iii) indicar se existe alguma comissão ou órgão equivalente encarregado de estabelecer e de supervisionar os dispositivos de controlo e, em caso afirmativo, detalhar quais e as suas funções; e (iv) identificar e descrever os processos de cumprimento das diferentes regulamentações que afectam a entidade.

Em suma, a CNMV (2010: 25-26) recomenda às entidades que desenvolvam princípios e boas práticas de actuação para alcançar os seus intuitos, por isso devem: (i) especificar criteriosamente e de forma clara os objectivos de controlo para assegurar a fiabilidade da informação financeira e facilitar a identificação dos riscos que possam produzir erros materiais; (ii) identificar e analisar os riscos associados no alcance dos objectivos como base para determinar a necessidade de controlos a implementar,

considerando a complexidade e o volume das transacções e das normas aplicáveis, sofisticação dos cálculos, necessidade de utilização de estimativas ou de projecções, aplicação de juízos e a importância quantitativa e qualitativa da informação; (iii) considerar explicitamente a probabilidade de ocorrerem erros com impacto material devido a fraude quando se avaliam os riscos relacionados com a fiabilidade da informação financeira; (iv) ter em conta os efeitos dos diferentes tipos de risco como operacionais, tecnológicos, financeiros, legais de reputação e médio-ambientais, associados ao alcance dos objectivos da informação que deve fazer parte integral de um mapa; (v) implementar controlos que respondam adequadamente aos riscos associados ao alcance dos objectivos relacionados com a fiabilidade que permitam prever, detectar, mitigar, compensar ou corrigir o seu impacto potencial com a antecedência necessária; (vi) desenvolver actividades de controlo, políticas e procedimentos adequados tendo em conta o seu custo e eficácia potencial para mitigar os riscos relacionados com todas as etapas do processo de preparação da informação, incluindo os juízos críticos, as estimativas, avaliações e projecções e (vii) indicar qual o órgão na entidade responsável pela supervisão da política de riscos.

Em Portugal, o Código do Governo das Sociedades (CMVM, 2013) recomenda que seja divulgada, relativamente à política de controlo interno e de gestão de riscos: (i) as pessoas, órgãos ou comissões responsáveis pela auditoria interna e/ou pela implementação de sistemas de controlo interno; (ii) explicitação, ainda que por inclusão de organograma, das relações de dependência hierárquica e/ou funcional face a outros órgãos ou comissões da sociedade; (iii) existência de outras áreas funcionais com competências no controlo de riscos; (iv) identificação e descrição dos principais riscos, económicos, financeiros e jurídicos a que a sociedade se expõe no exercício da actividade; (v) descrição do processo de identificação, avaliação, acompanhamento, controlo e gestão de riscos; e (vi) elemento fundamental do sistema de controlo e de gestão de risco, implementado na sociedade relativamente ao processo de divulgação da informação financeira.

1.4 – A FORMULAÇÃO DOS RESULTADOS EMPRESARIAIS

1.4.1 – A Contabilidade no Contexto Social e Institucional das Organizações

A Contabilidade, sendo uma ciência é, também, considerada como um produto do meio onde se insere e, muitas vezes, afectada por julgamentos e decisões relacionados com a aplicação dos conceitos, critérios de reconhecimento e mensuração, características da informação financeira e dos pressupostos contabilísticos (Perera, 1989). Nesse sentido, diversos estudiosos debruçaram-se sobre as causas que influenciam os sistemas e práticas contabilísticas (Baydoun, 1995; Belkaoui, 1982; Gray, 1988; Nobes, 1983 e Nobes *et al.*, 2012), enumerando, entre outros, factores de origem política, económica, legal, social e cultural.

Nunes *et al.* (2004: 87) referem que “*independentemente do sector onde a entidade se insere, os administradores executivos tomam as suas decisões de acordo com a actividade operacional e com a estratégia*”. Não obstante, o recurso à informação constante nas DF para a tomada de decisões, assume maior relevo sobretudo nos níveis médios e operacionais, sendo importante que esteja isenta de erros e/ou vícios, isto é, seja fiável. Todavia, a informação que chega aos diversos agentes económicos é, muitas vezes, imperfeita e assimétrica. Como é evidente, os resultados têm impacto na avaliação dos executivos. Nestas negociações e contratos eles são importantes porque limitam os direitos de cada agente na organização, os critérios utilizados para avaliar o agente e a estrutura de compensações que lhes é devida.

Assim, da evolução do resultado depende em larga medida a retribuição, a permanência à frente das empresas e o próprio prestígio pessoal e profissional. A sua retribuição é, em regra, composta por uma parte fixa e outra variável, dependendo esta do nível de obtenção dos objectivos traçados, o que não raras vezes induz os administradores a incrementar e até a adulterar os resultados, pelo menos, até um patamar desejado. A obtenção de resultados aquém das expectativas suscita adversidades na cotação das acções e concomitantemente avaliação menos positiva dos executivos. Neste sentido, existem teorias, com origem quer da área da Organização de Empresas, de carácter pragmático, quer da área da Psicologia, na sua vertente da realidade humanista, que tratam de simplificar o processo de tomada de decisão, os

quais só consideram dois resultados possíveis: o *êxito* ou o *fracasso*. Todas essas teorias assinalam a importância do ponto de fronteira, designando o objectivo, que separa os dois tipos de resultados. Assim, a obtenção de resultados acima do nível de fronteira é tido como um êxito e os resultados abaixo desse nível significam um fracasso. Habitualmente, consideram-se como pontos de fronteira o resultado nulo (zero) ou o resultado do ano anterior.

A literatura contabilística apresenta exemplos que evidenciam que os investidores avaliam o resultado e os executivos tomando como referência um determinado nível de fronteira. Os exemplos vão desde a perda de *stock options*, à perda de prestígio dos executivos, incluindo a sua demissão. Assim, a atitude dos investidores depende muito atingir, ou não, esses objectivos. Os investidores avaliam positivamente os executivos quando conseguem ultrapassar o resultado do ano anterior e manter um padrão de crescimento sustentado dos resultados ao longo de vários anos. Porém, quando uma empresa, no fim de um determinado período, interrompe o ciclo de crescimento em termos de resultados, vê os preços das suas acções baixarem, por vezes, de forma excessiva ou drástica, caso não consigam atingir as expectativas dos analistas, isto é o tal ponto de fronteira. Normal portanto que, os executivos se sintam motivados a atingir resultados acima do nível de fronteira. Deste modo é de crer que, se esperam obter um resultado abaixo do referido nível, com o objectivo de evitar o problema que resulta de ter de informar e justificar um fracasso, se decidam pelo recurso a técnicas agressivas de utilização de políticas e critérios contabilísticos, com o intuito de divulgar informação mais sólida, pelo menos, ligeiramente acima daquele nível.

De facto, as fortes pressões para cumprir com as expectativas dos analistas e dos investidores levou empresas, como a *Enron*, a *WorldCom*, a *Xerox*, a *Parmalat*, a *Pescanova*, a *Gowex*, o *BPP*, o *BPN* e o *BES*, a desenvolverem práticas de gestão de resultados, tão agressivas e distorcidas, que acabaram em operações fraudulentas. Neste caso, não se está perante a melhor escolha, de entre métodos ou critérios possíveis, mas sim, o de seguir métodos e critérios não permitidos para ocultação da realidade, apontando-se mesmo a falta de transparência, honestidade, responsabilidade e ética. Efectivamente, os administradores utilizam a sua posição e fazem uso da discricionariedade e subjectividade inerente aos normativos na preparação e elaboração

das DF, com a intenção de ajustar os valores e requisitos impostos por contratos baseados em dados contabilísticos, induzindo os investidores a inexactidões de análise (Healy *et al.*, 1999).

1.4.2 – A Formulação dos Resultados Contabilísticos

A escolha do normativo contabilístico tem impacto na formulação do resultado contabilístico. Realça-se, também que esse resultado terá impacto na retribuição a atribuir aos administradores, assim como na análise do seu desempenho. Ashari *et al.* (1994) identificaram factores associados à incidência da gestão de resultados numa amostra de 153 empresas cotadas em Singapura, no período de 1980 a 1990. Os autores concluíram que as empresas com actividades de maior risco ou menos rentáveis recorrem à utilização de práticas e critérios contabilísticos para alcançarem os resultados pretendidos.

Neste âmbito a preocupação das empresas em mensurar de forma eficiente e eficaz o resultado contabilístico do período, tem sido cada vez mais alvo de investigações, visto que, é através dele que a empresa mede, entre outros, a sua eficiência, lucratividade, produtividade, desempenho e rendibilidade necessários à continuidade das suas operações. É evidente que se torna indispensável possuir elementos suficientes para obter esses indicadores e uma das formas comumente encontradas é o Resultado Contabilístico, cada vez mais objecto de estudos (Apellániz Gómez *et al.*, 1995; Ashari *et al.*, 1994; Ball *et al.*, 2000 e 2005; Bao *et al.*, 2004; Barth, 2014; Basu, 1997 e 2005; Beaver *et al.*, 2005; Bonaci *et al.*, 2011; García Osma *et al.*, 2003 e 2005; Whittington, 2010 e Xie *et al.*, 2003).

Então, o que é o Resultado Contabilístico e como se reflecte o seu apuramento no resultado da empresa para fins analíticos? Essa pergunta seria de resposta simples se não fossem as inúmeras variáveis que interferem naquele resultado. Outra questão extremamente relevante é o de saber se o resultado Contabilístico é Económico ou Financeiro e qual dos dois é de facto o resultado que deve ser analisado para fins de desempenho?

O resultado contabilístico e económico é formado pelo rendimento da empresa, sendo o mesmo, gerado pela sua actividade operacional ou não, deduzidos os gastos e as despesas também gerados no decurso da sua actividade, qualquer que seja a sua natureza. No entanto, o cálculo e apresentação do resultado contabilístico são preparados com base no pressuposto do acréscimo e da continuidade da entidade. O pressuposto do acréscimo considera que os efeitos das transacções ou factos económicos se registam quando ocorrem, imputando-se ao período os gastos e rendimentos a que as contas anuais se referem e que afectem esse período, independentemente da data de pagamento ou de recebimento, devendo-se identificar com a periodização contabilística. As BADF (SNC, 2014: 2.3) indicam que “*Uma entidade deve preparar as suas DF, excepto para informação de fluxos de caixa, utilizando o regime contabilístico de acréscimo, periodização económica*” e que “*os itens são reconhecidos como activos, passivos, capital próprio, rendimentos e gastos quando satisfaçam as definições e os critérios de reconhecimento para esses elementos contidos na estrutura conceptual*”. Também o normativo do FASB e do IASB apontam para a elaboração das DF com base no pressuposto do acréscimo, excepto a Demonstração de Fluxos de Caixa.

Contudo a periodização económica não engloba apenas os acréscimos e diferimentos de gastos e rendimentos, mas inclusivamente outras rectificações ou regularizações como os gastos não desembolsáveis. Citam-se as imparidades, os gastos de depreciação e amortização dos activos, as provisões e os subsídios à exploração e ao investimento, a aplicação do critério do justo valor aos investimentos financeiros, que são representados como itens de gastos operacionais, reflectidos no resultado contabilístico do período e que também afectam a posição financeira e patrimonial, bem como os rácios de análise da entidade a que se referem.

Existem outras situações que afectam a rubrica de “*Capital Próprio*” e como tal a posição financeira e patrimonial da entidade, como seja a aplicação do modelo de revalorização a activos fixos tangíveis. No entanto, todo o tratamento contabilístico inerente às situações acima descritas depende de juízos e critérios de razoabilidade intrínsecos à ética profissional de quem prepara as contas. Assim, deve-se ter em atenção a estrutura conceptual que estabelece como objectivo da informação contida nas

contas anuais a “*representação da imagem fiel do património, da posição financeira e dos resultados da entidade*”.

Deste modo, sabe-se que o resultado contabilístico será, normalmente económico. Conquanto, seja necessária uma análise mais minuciosa para que a empresa e/ou os investidores não tomem decisões erróneas ou distorcidas ante o resultado gerado no período. Porém, o Resultado contabilístico não é o único, nem o melhor indicador de sucesso para a entidade, pois deve, também, considerar na análise um conjunto de variáveis como o valor gerado, a inovação tecnológica, a qualidade dos produtos, a satisfação de clientes, os mercados de escoamento dos produtos, entre outros, para se obter uma bitola tal que possa ser útil ao processo da tomada de decisão. Em síntese, a informação qualitativa incluída nas DF, no Relatório da Gestão e no Relatório sobre o Governo das Sociedades é de extrema importância e valor, embora esteja imbuída de inúmeros factores, nomeadamente questões de ordem ética.

1.4.3 – Instrumentos Usados na Formulação dos Resultados Contabilísticos

A informação contabilística é o canal de comunicação entre a empresa e o utilizador externo, usada para determinar a situação económica e financeira da entidade para a tomada de decisão. No entanto, o aproveitamento de tais informações pela empresa para apresentar a imagem desejada prejudica significativamente a utilidade da mesma. Shleifer *et al.* (1986) e (1994); Morck *et al.* (1989) e Tirole (2001) referem que a estrutura accionista concentrada tem implicações a nível de assimetria de informação entre administradores e investidores, influenciando os resultados contabilísticos e a selecção das políticas e critérios contabilísticos decidida pelos administradores. Uma estrutura concentrada tem maior influência nas decisões dos administradores, então o problema, neste caso, coloca-se entre maioritários e minoritários. Fan *et al.* (2002) constata que a concentração das estruturas accionistas na Ásia Oriental reduz a informação relacionada com os resultados contabilísticos. Donnelly *et al.* (2002) também evidenciam que, no Reino Unido, a participação accionista concentrada reduz o caudal da informação divulgada.

De facto, tanto o impacto da informação divulgada como a utilização de técnicas deliberadas para efeitos de gestão dos resultados sempre existiram, com ênfase nos últimos anos, porque se lhe atribui hoje maior importância, como mecanismo de projecção de uma imagem e logo do governo da sociedade.

Berthelot *et al.* (2003) referem que uma das primeiras hipóteses avançadas para explicar as escolhas das políticas e critérios contabilísticos dos administradores executivos relaciona-se com a gestão dos resultados. Esses administradores procuram apresentar, na informação divulgada, resultados positivos e estáveis, logo a importância da escolha dessas políticas e critérios orientados para a minimização da volatilidade percebida nos resultados. Tal implicou que no universo da teoria contabilística fossem introduzidos conceitos, princípios, normas e regras, garantindo uma adequada apresentação da informação económica e financeira empresarial. No entanto, de acordo com García Giner (1992: 4) *“a flexibilidade da regulamentação e a existência de omissões e de ambiguidades nos critérios adoptados, é permissiva a registos diferentes de um mesmo facto, favorecendo a prática de uma Contabilidade que não reflecte a situação económica e financeira das empresas, pelo que se presencia uma realidade fictícia”*. Para Naser (1994: 59), a gestão dos resultados *“é um processo que permite que as transacções se estruturam de forma a produzir os resultados contabilísticos preferidos, em lugar de reflectir as transacções de forma neutra e, fundamentalmente, consistente”*.

Contudo, a AECA (2012: 40-41) não considera tolerável a existência de gestão de resultados mediante o registo antecipado de rendimentos ou a ocultação de gastos, ou ainda a sua classificação inadequada, argumentando a questão relacionada com os riscos implícitos assumidos e que advêm dessa prática abusiva. Veja-se os casos actuais de insolvências referidas no presente trabalho, onde se utilizou conscientemente a interpretação indevida dos normativos, com recurso a técnicas agressivas e reprováveis, para obtenção de determinados resultados.

Cormier (2000) conclui que as empresas seguem esta prática como meio de assegurar estabilidade na política de dividendos. Segundo Bartov (1993), o procedimento relacionado com a gestão dos resultados tem sido objecto de análise na investigação, referindo que alguns estudos mostram que este procedimento aumenta o

valor da empresa, diminuindo a percepção do risco. Contudo Berthelot (2003) defende que os administradores executivos não utilizam este procedimento com intuito oportunista para obtenção de proveito. Epps (2006) e Epps *et al.* (2009) estudaram três grupos de empresas americanas com o objectivo de relacionarem a estrutura do CA e as práticas de gestão de resultados. Os autores concluíram que em empresas com conselhos onde 75% a 90% dos seus membros são independentes ou empresas com conselhos compostos com 9 a 12 elementos apresentam acumulações discricionárias mais positivas.

É um facto conhecido que as normas contabilísticas aplicadas em vários países proporcionam uma certa margem de manobra no sentido da escolha dos métodos e/ou critérios que melhor atendam os interesses daqueles que preparam e elaboram as DF. Tal permite que as contas sejam apresentadas da forma que melhor represente a imagem desejada por quem as elabora e prepara. No entanto, é uma realidade em mutação. Neste sentido, verifica-se a existência de um conjunto vasto de opções no tocante aos procedimentos disponíveis, devido a dificuldades de estimação, quantificação e caracterização da gestão de resultados, de acordo com Amat Salas *et al.* (2002) e Sáez Ocejo (1998), sistematizam-se da seguinte forma:

- ✓ Aumento ou Redução dos Custos – a regulamentação contabilística facilita movimentos, tais como alteração no período para amortizar/depreciar e reintegrar activos e reconhecimento de provisões.
- ✓ Aumento ou Redução dos Proveitos – é possível em algumas situações antecipar ou diferir o reconhecimento de proveitos, utilizando-se como argumento o princípio do reconhecimento ou realização do rédito.
- ✓ Aumento ou Redução de Activos – o tratamento contabilístico aplicado no cálculo, mensuração e reconhecimento das provisões e períodos de amortizações e reintegrações de activos, acima descrita, tem impacto sobre o valor dos activos. Também aqui, se enquadra a alteração do critério de valorimetria dos inventários.
- ✓ Aumento ou Redução do Património Líquido – os exemplos apresentados anteriormente, têm impacto directo e/ou indirecto no património líquido da

entidade, afectando os índices de endividamento e a estrutura económico-financeira, bem como no desempenho da entidade e nos respectivos rácios económico-financeiros, induzindo os utilizadores da informação a concluírem erradamente, sobre a situação da organização.

- ✓ Aumento ou Redução do Passivo – as empresas utilizam procedimentos para reduzirem, artificialmente, os seus passivos, diminuindo, aparentemente, o endividamento. Um exemplo a considerar, é o caso do *Renting* que apesar de ser, na sua essência, um empréstimo para a aquisição de um activo, o bem adquirido não é contabilizado como activo e a dívida também não é relevada contabilisticamente no passivo, o que induz a interpretações erróneas dos utilizadores da informação, acerca da liquidez e das responsabilidades assumidas pela entidade e de outros indicadores.
- ✓ Reclassificação de Activos e Passivos – existem casos de dúvidas quanto à classificação de certas operações, como é o caso da conservação/manutenção do activo imobilizado.
- ✓ Informação contida no Anexo, Relatório da Gestão ou Parecer do Auditor – a inclusão de maior ou menor caudal de informação, ou mesmo a omissão de certos factos, incita a conclusões erróneas ou diferentes da realidade, tanto sobre o passado da entidade, como sobre o presente e ainda às perspectivas futuras.

Deste modo, constata-se que o recurso a estes procedimentos provoca interpretações distorcidas da situação económico-financeira e, conseqüentemente, conclusões erróneas quanto ao seu valor com implicações negativas para os destinatários da informação. Mendes *et al.* (2006) realizaram um estudo sobre uma amostra de empresas portuguesas cotadas em bolsa, para um período de cinco (5) anos, cujo objectivo era determinar se as opções adoptadas em matéria de políticas contabilísticas se traduziam por um comportamento de gestão de resultados e identificar os factores explicativos para tal opção. As autoras obtiveram resultados que confirmaram que essas empresas desenvolvem activamente práticas de gestão de resultados e que os factores que mais contribuem para explicar tal comportamento são: a proporção de juros suportados, a estrutura de propriedade e o sector de actividade.

Claro que o objectivo é, em regra, a obtenção de resultados estáveis e que correspondam às expectativas dos utilizadores da informação e principalmente dos analistas, embora, por vezes, tenha em vista apenas melhorar a apresentação da estrutura financeira, actuando, nestes casos, sobre os elementos activos e passivos considerados nessas DF. Esta situação deverá ser corrigida, no mais curto espaço de tempo, para o bom desempenho dos mercados e dos profissionais envolvidos, assim como para o restabelecimento da confiança na informação divulgada. Realmente, é necessário recorrer à discussão sobre a conveniência em aumentar o rigor dos normativos, incluindo o disposto nos regulamentos de “*Boas Práticas*”, com o propósito de evitar o recurso a técnicas contabilísticas menos próprias ou se, pelo contrário, seria preferível outras modalidades de soluções que permitam manter a qualidade da informação, que a rigidez das normas, muitas vezes ajuda a retirar. Neste sentido, a emissão por organismos supervisores dos mercados de valores de um código de práticas éticas, deontológicas e comportamentais, a seguir pelos administradores executivos, é uma das alternativas possíveis para a redução das práticas de gestão dos resultados.

1.4.4 – A Gestão dos Resultados Contabilísticos

1.4.4.1 – O Conceito Adoptado

O trabalho realizado pelos organismos de normalização contabilística, nacionais e internacionais, na elaboração de um corpo de normas, tem como intuito permitir desenvolver uma contabilidade que proporcione informação fiável e represente fidedignamente as transacções e outros acontecimentos que pretende retractar ou possa razoavelmente expressar uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira, das alterações na posição financeira e dos resultados da empresa. Neste âmbito, a questão deve centrar-se na análise da informação financeira e nas políticas contabilísticas adoptadas pela administração com vista à aplicação de práticas relacionadas com a “*gestão dos resultados*” e à expressão da situação financeira e económica da empresa que se revele mais consentânea com os fins visados. Para Levitt (1998) quando a adopção de práticas de “*Gestão de Resultados*” apresenta tendência crescente, então a qualidade do relato financeiro está em declínio, ou segundo Bernard

et al. (1994: 9) que advertem que “*a administração executiva pode preferir preparar os analistas e investidores para perdas fornecendo informação em notas, ou de outro modo*”. De facto, as práticas de divulgação são aferidas como de boa qualidade, por um qualquer *rating* de divulgação, embora a questão de base no grau de qualidade da informação radique na sua veiculação sobre os atributos dos resultados. A qualidade surge num contexto como sinónimo de informação sobre resultados futuros sobretudo veiculada pelos resultados operacionais, ou de modo conexo, como o grau de associação entre os resultados contabilísticos e o resultado económico. Deste modo, a análise centra-se no enviesamento dos resultados operacionais, utilizando práticas de “*gestão de resultados*” no seu apuramento ou da tempestividade do reconhecimento de acontecimentos relevantes em termos de valor. Assim, pretendemos analisar alguns factores que determinam a adopção de práticas de gestão de resultados, em particular as características da propriedade e da gestão da sociedade.

Segundo Mendes (2007: 190) a hipótese de “*Gestão de Resultados*” tem sido amplamente admitida nos meios financeiros e contabilísticos. De facto tem-se assistido a uma crescente divulgação de práticas de gestão de resultados e, conseqüentemente, ao surgimento de um grande interesse por esta temática no meio académico e na sociedade em geral. A gestão de resultados segundo Mulford *et al.* (2005) é uma prática contabilística que visa diminuir possíveis flutuações do lucro para estabilizá-lo ao longo do tempo. Cormier (2000) concluiu que as empresas seguem essa prática como meio de assegurar estabilidade na política de dividendos, enquanto Buckmaster (2001) refere que serve para reduzir flutuações nos resultados contabilísticos, ao longo de um determinado período.

Michelson *et al.* (2000: 148) definem a *Gestão dos Resultados* como: “... *a escolha e/ou selecção, por parte do gestor, de práticas contabilísticas que reduzam as flutuações que se produzem no lucro ao longo dos exercícios contabilísticos dentro dos limites dos princípios e critérios indicados nos normativos contabilísticos*”. De facto, pode-se definir como um processo de selecção de políticas e critérios contabilísticos, aproveitando a possibilidade de eleger entre as diferentes práticas de valorização e reconhecimento dos elementos que integram as DF, assim como as estimativas e

julgamentos que aquelas oferecem para modificarem as contas anuais, de modo a apresentar resultados positivos e com insignificante volatilidade.

Graham *et al.* (2005) realizaram uma pesquisa/estudo, através de entrevista ao *Chief Financial Officer* (CFO), e constataram que 96,9% dos entrevistados indicavam o caminho da utilização de práticas de gestão de resultados. Quando solicitados a explicar o porquê desta alternativa ser a preferida, 88,7% dos administradores executivos afirmaram que é a menos arriscada pelos investidores, tornando-se mais fácil para estes prever o futuro dos resultados contabilísticos. Na utilização de práticas de gestão de resultados, existe recurso a técnicas de conservadorismo, incondicional ou condicional, conforme indicado abaixo, na Figura II.9.

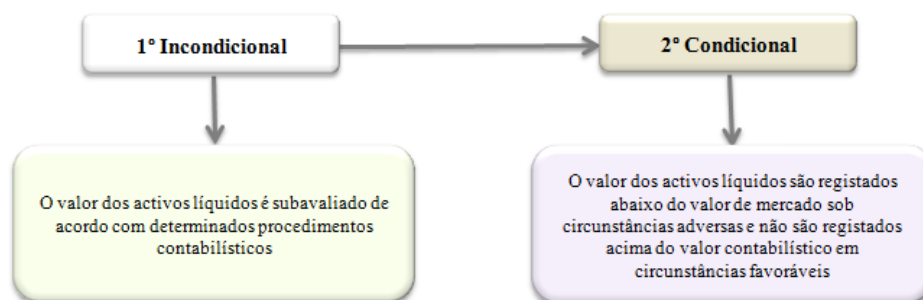


Figura II.9: Interação Conservadorismo Incondicional e Condicional
Fonte: Adaptado de Beaver e Ryan (2005)

Íñiguez Sánchez *et al.* (2013) analisaram a evolução do conservadorismo contabilístico em Espanha, após a implementação das IFRS. Os autores verificaram uma amostra de empresas espanholas e do Reino Unido, no período de 2000-2009, encontraram evidência de que a entrada das IFRS provocou uma redução de conservadorismo do balanço no mercado espanhol e detectaram que houve uma redução significativa nas diferenças de conservadorismo existentes entre Espanha e o Reino Unido. Os autores tiveram em consideração que as empresas cotadas da UE deviam utilizar as IFRS na preparação das contas consolidadas, com efeito a partir de 1 de Janeiro de 2005, com o objectivo de melhorar a comparabilidade e se traduzir numa alocação mais eficaz e eficiente dos recursos e por outro lado reduzir possíveis dificuldades na obtenção de capitais derivadas das diferenças de normativos contabilísticos entre países.

Contudo, a utilização do conservadorismo incita a práticas de gestão de resultados. Neste contexto, uma das definições de gestão de resultados que mais frequentemente é citada ao longo da literatura, é a seguinte: “... a *gestão de resultados pode ser definida como a amortização intencional das flutuações sobre um certo nível de resultados considerado normal para a empresa. Neste sentido, representa uma intenção por parte da empresa em reduzir as variações anormais do lucro até ao ponto permitido pelos princípios e critérios contabilísticos...*” (Beidleman: 1973: 653). Nesta definição destacam-se quatro pontos fundamentais:

- ✓ A gestão de resultados consiste na redução da variabilidade do lucro evidenciado. Este é o aspecto quase universal em que todos os trabalhos analisados coincidem;
- ✓ A necessidade para a existência de intencionalidade por parte da gestão da empresa. Sobre este ponto não existe unanimidade na literatura, já que alguns autores consideram a possibilidade de que a gestão observada no resultado não seja produto do comportamento discricionário por parte da gestão, senão do próprio processo de determinação do lucro, isto é, que se produz de uma forma natural. Assim, há autores, como por exemplo Ronen *et al.* (1981: 133) que não deixam muito claro que as práticas de gestão de resultados se produzam intencionalmente por parte da administração, pelo que introduzem uma pequena variação na definição de Beidleman, nestes termos: “... *definindo gestão de resultados como a amortização observada das flutuações sobre um determinado nível de lucros considerado normal pela empresa ...*”;
- ✓ A variabilidade do lucro mede-se em relação a um determinado nível considerado normal. Neste sentido, Eckel (1981) apresenta uma definição alternativa à de Beidleman (1973) segundo a qual a gestão de resultados “*consiste em reduzir a variabilidade do lucro, absoluta e não relativa, referente a um nível normal desconhecido*”. A vantagem desta concepção de gestão de resultados releva o facto de não se tornar necessário conhecer qual a série de lucros considerado normal para a administração. Os autores, Albrecht *et al.* (1990), Ashari *et al.* (1994) ou Carlson *et al.* (1997) referem a variabilidade absoluta do lucro nas suas definições de gestão de resultados;

- ✓ As práticas de gestão dos resultados respeitam os princípios e critérios contabilísticos indicados nos normativos. Este aspecto delimita a fronteira entre o que seria a actuação de uma gestão legal e uma fraude. Neste ponto existem discrepâncias, já que outros autores também consideram práticas de gestão de resultados quando realizadas à margem das normas. Ao contrário de Beidleman (1973), as definições mais recentes assinalam a gestão de resultados como uma estratégia específica em parceria com as políticas e critérios contabilísticos.

Qualquer que seja a opção, a literatura apresenta claramente a gestão de resultados como uma estratégia particular. Como exemplo, Chalayer-Rouchon (1994: 92)⁹⁵ sugere que “...o fenómeno conhecido como gestão de resultados pode definir-se como a selecção de técnicas por parte da empresa para obter um nível de lucros desejados, servindo-se da flexibilidade permitida pelos princípios de contabilidade geralmente aceites (...) cujo principal objectivo consiste em apresentar uma menor variabilidade nos lucros evidenciados...”. Outros trabalhos que assinalam este aspecto são: Beattie *et al.* (1994), Carlson *et al.* (1997), Young (1999) e Iñiguez *et al.* (2004). Esta admissão de gestão de resultados na literatura assume a existência de intencionalidade por parte da administração. Isto não implica, necessariamente, negar que essa gestão possa também ter consequência na aplicação dos princípios e critérios contabilísticos. Todavia, incide sobre a gestão de resultados produzida como consequência da discricionariedade da administração, assumindo que esta tem incentivos para serem realizados.

Segundo Ronen *et al.* (2007) existem dois tipos de gestão de resultados: (i) gestão intencional; ou (ii) natural, como mostra a Figura seguinte (II.10). A gestão de resultados natural resulta do processo de criação de resultados, o qual produz espontaneamente uma tendência de resultados estáveis. Em contraste, o comportamento da gestão de resultados intencional traduz uma vontade da administração em empreender certas acções com a finalidade de obter um resultado mais conveniente. A diferença mais relevante entre os dois tipos de gestão de resultados radica na gestão económica que afecta directamente os fluxos de caixa da empresa, enquanto a gestão de

⁹⁵ Outras definições de gestão de resultados podem encontrar-se em Schipper (1989: 92) e em Healy *et al.* (1999: 368).

resultados contabilística não provoca tal impacto. Para alcançar os objectivos, influenciam-se variáveis contabilísticas ou variáveis reais. No primeiro caso, trata-se de gestão de resultados artificial ou contabilística e, no segundo caso, de gestão de resultados reais, também designada de gestão de resultados económicos ou transaccionais⁹⁶.

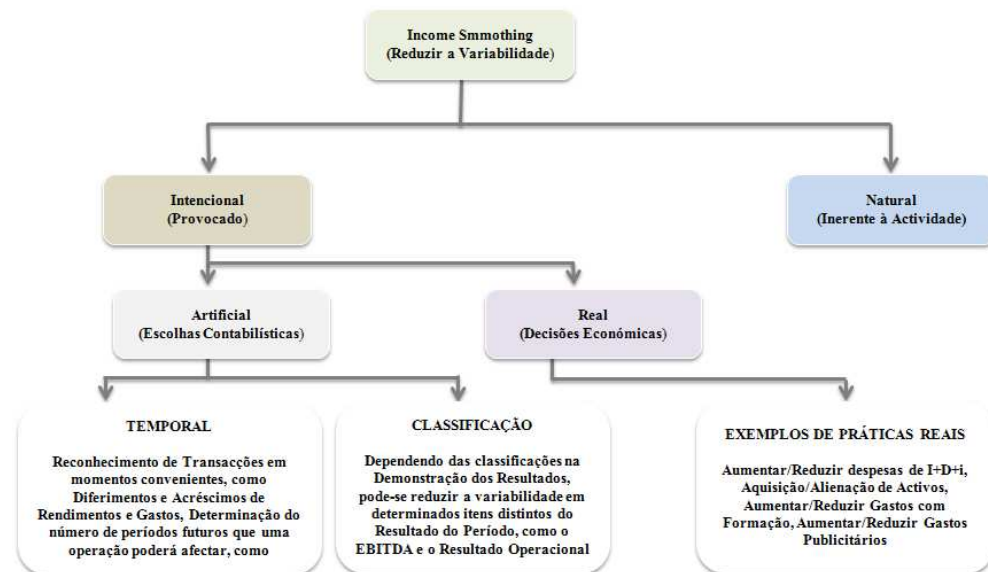


Figura II.10: Gestão dos Resultados
Fonte: Adaptado de Martínez (2001: 80)

No entanto, há que ter em atenção que, pese a não incidência da gestão de resultados contabilística sobre os fluxos de caixa actuais, existe um impacto sobre os fluxos futuros, pois os níveis diferentes de lucros implicam um nível diferente de impostos e de dividendos. Este facto é explicitado como um diferimento ou uma antecipação do reconhecimento dos fluxos de caixa que altera a sua sequência temporal, de forma que ao aplicar o factor de desconto aos ditos fluxos se veja alterada a valorização final. Nesta linha de pensamento, tanto a gestão de resultados económica como a contabilística provocam, *a priori*, efeitos nos preços. Embora o efeito indirecto que provoca a gestão de resultados contabilística sobre os fluxos de caixa futuros via impostos e dividendos, não se sustente em operações reais que são fruto da gestão contabilística (Kamarudin *et al.*, 2000). Deste modo, através das ditas actuações está a

⁹⁶ Concretamente, a gestão de resultados real é alcançada através do controle de transacções económicas e a gestão de resultados artificial é concebida através da selecção de procedimentos contabilísticos, permitida pelos princípios contabilísticos geralmente aceites e normas contabilísticas, ambos com vista à manutenção de um crescimento regular e sustentável dos lucros.

mascarar-se a verdadeira sequência dos fluxos de caixa da empresa, assumindo como tal a que geraria o negócio assente na sua própria actividade e em ausência total de gestão contabilística. Neste contexto, segundo Íñiguez Sánchez *et al.* (2004), o real valor da empresa não vem do desconto dos fluxos deliberadamente geridos mas tão só do desconto dos fluxos reais.

Portanto, considera-se que se o mercado é capaz de processar de forma eficiente a informação relativa à gestão de resultados, desfazendo aquela introduzida artificialmente pela empresa, o efeito que essa prática possa provocar nos preços resultaria de procedimentos económicos e não do foro contabilístico. Em qualquer caso, a gestão de resultados não é facilmente observável pelo mercado, sendo os instrumentos usados pelas empresas realmente complexos e praticamente impossíveis de serem detectados pelos investidores. O efeito *ex-ante* da gestão de resultados perante o mercado faz transparecer uma menor percepção de risco por parte dos investidores. Relativamente ao retorno sobre títulos, devidamente ajustado pelo risco, não se observa qualquer diferença caso o índice de gestão dos resultados seja aplicado pelo mercado.

As múltiplas razões para a utilização de práticas de gestão de resultados pelos administradores executivos, com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados e que produzem impacto junto dos utilizadores da informação via divulgação dos relatórios, tem como finalidade os seguintes itens:

- ✓ Reflectir uma tendência estável de crescimento dos rendimentos;
- ✓ Ajudar a manter ou sobrevalorizar os preços das acções por meio de mecanismos que reduzam aparentemente o endividamento ou aumentem os rendimentos e os resultados;
- ✓ Retardar a chegada de boas ou más notícias ao mercado e dissimular informações sobre o envolvimento ou comprometimento dos administradores executivos, beneficiando alguns investidores que tenham acesso privilegiado a tais informações, como por exemplo a utilização da remuneração em acções para que possam operar no mercado em benefício próprio;

- ✓ Ocultar o desempenho dos administradores executivos responsáveis pela divulgação de forma a dificultar o apuramento dos custos de programas e projectos.

1.4.4.2 – A Gestão dos Resultados e o Normativo Contabilístico

Uma das questões chave em torno dos normativos promulgados e reconhecidos legalmente é o de saber se os mesmos respondem à verdadeira essência ou lógica económico-financeira dos diferentes factos ou transacções no decurso da actividade empresarial. Isto estimula a reflexão ou o confronto de duas vertentes: (i) por um lado a normativa – “*o que dever ser*”; e (ii) por outro a positiva – “*o do ser*”. Então em que medida uma é predominante sobre a outra, dentro de determinada estrutura? (Cea García, 1989). Efectivamente, o sistema de “*Governo das Sociedades*” constitui um mecanismo capaz de condicionar a qualidade da informação contabilística. Não sendo essa qualidade um conceito inequívoco, verifica-se que existem estudos centrados na relação entre a variável resultado e os seus atributos, paralelamente com a tendência para a prática de gestão de resultados e o seu nível de conservadorismo Leuz (2003), Cea García (2005).

García Lara *et al.* (2012) estudaram numa amostra de empresas dos EUA, no período de 1991-2010 concluindo que a utilização de políticas de conservadorismo limita a aplicação de práticas de gestão de resultados, e acrescentam a existência de uma associação positiva entre o conservadorismo e a utilização real de práticas de gestão desses mesmos resultados. Por outro lado, Dechow *et al.* (2010) usaram vários indicadores de qualidade, incluindo a persistência, acréscimos, gestão de resultados, actualidade, capacidade de resposta dos investidores e indicadores externos, tais como actualizações de normativos e recomendações da SEC. Os autores analisaram as causas da variação nos indicadores utilizados, bem como as consequências. Contudo não chegaram a qualquer conclusão porque a qualidade está dependente do contexto de decisão e é uma função de desempenho fundamental.

Efectivamente a legislação atribui uma clara responsabilidade ao CA no processo relacionado com a divulgação da informação, aumentando a expectativa que

desta forma a administração restrinja as políticas relacionadas com a “*gestão de resultados*”. Segundo Pope *et al.* (1998) existem estudos que evidenciam a associação empírica entre a composição do CA e as políticas de “*gestão de resultados*”. Os autores analisaram a natureza e extensão destas variáveis, relacionadas com políticas de “*gestão dos resultados*”, utilizando uma amostra de empresas não financeiras, no Reino Unido, para um período de 3 anos, tendo encontrado evidência de uma associação negativa significativa entre o aumento de resultados e a proporção de administradores não executivos e concluíram que em conselhos eficazes existe restrição de utilização de políticas relacionadas com a gestão de resultados.

Por outro lado, o estudo de Láñez Gadea *et al.* (1999) identificou um conjunto de características presentes nas normas contabilísticas que facilitam a gestão dos resultados. Estes autores destacaram a discricionariedade na aplicação dos princípios contabilísticos como um possível vector de práticas dessa gestão, bem como o princípio da materialidade que, ao basear-se na significância dos factos ocorridos, fazem depender aquele vector da percepção dos responsáveis pela preparação e elaboração das DF.

A aplicação da prudência também é considerado importante como política usada na gestão dos resultados, tendo em atenção a subjectividade implícita no grau de risco que o órgão de administração atribuiu a um determinado facto económico, logo implicando reconhecer, ou não, esse facto nas DF.

Similarmente, os normativos contabilísticos também permitem alguns critérios relacionados com a mensuração e reconhecimento de activos, quanto à possibilidade de incorporar, ou não, no preço de aquisição de um determinado elemento, os gastos financeiros suportados. Contudo, existem argumentos que justificam que este procedimento não seja adequado. Os gastos financeiros representam um sacrifício que a entidade assume para dispor do bem e como tal deve imputar esse gasto ao longo dos períodos económicos que o utiliza na obtenção dos rendimentos gerados por esse mesmo bem. É claro que seria conveniente autonomizar o valor dos gastos financeiros, imputados ao longo do período, do valor das depreciações ou amortizações desse bem. Esse seria o procedimento adequado de associação, entre rendimentos e gastos,

necessária ao cálculo do resultado periódico (Fernández Fernández *et al.*, 1989: 154-155). Efectivamente, este critério é utilizado pelos executivos no sentido de obter os resultados pretendidos.

Porém, a prática de gestão dos resultados depende da eficácia dos mecanismos adoptados pelo “*Governo das Sociedades*”. Nesse sentido, Dechow *et al.* (1996b) verificaram que as empresas que recorrem a mecanismos de gestão dos resultados são empresas onde, com grande probabilidade: (i) o CA é dominado por administradores executivos; (ii) o CEO exerce simultaneamente as funções de Presidente do CA; (iii) o CEO é também um dos fundadores da entidade; e (iv) não existe uma Comissão de Auditoria. Segundo Beasley (1996), as empresas que não recorrem a técnicas de gestão dos resultados têm um quadro com uma percentagem mais elevada de membros externos do que as empresas que recorrem habitualmente a esse tipo de técnicas. No entanto, quando se observam os índices de adopção das recomendações relativamente ao BES, o cumprimento é de 97,96% em 2012 e em 2011 e de 85,71% em 2010, o que indicia o esforço efectuado pela entidade para o cumprimento da legislação. Similarmente, verificou-se no GES a existência de recurso a mecanismos de engenharia financeira para garantir a existência de fluxos de tesouraria. As empresas com retornos negativos no período, considerado como más notícias, enfrentam um maior incentivo para recorrer a políticas de gestão de resultados, e a sua intenção final é a de ocultar aos mercados financeiros um sinal de prejuízo, que seria traduzido num impacto negativo no seu custo da dívida. A evidência empírica suporta essa percepção. Efectivamente, o incentivo para a gestão de resultados é homogéneo para todas as empresas (Moreira *et al.*, 2007).

Como exemplo de empresas que recorreram a técnicas agressivas de gestão dos resultados, consideradas fraudulentas, foram a *WorldCom* (2002), segunda maior empresa de comunicações de longa distância, nos EUA, que acabou por rectificar as suas DF em 4,2 biliões de USD que se referiam a: (i) gastos tratados como investimentos; (ii) reporte de ganhos fictícios; (iii) empolamento de cash-flows; e (iv) empréstimos ao fundador da empresa. Também a *Xerox* (2000), maior fabricante do mundo em fotocopiadoras, tendo falsificado os resultados por avolumar ganhos, republicou as DF, para o período de 1997 a 2001, com uma diminuição de 1,9 biliões de

USD, relacionados com vendas, que se referiam apenas a contratos de alugueres, segundo o *Financial Times*, de Junho de 2002. Outro caso, relaciona-se com a *Merck* (2002) que registou 12,4 biliões de USD referente a direitos de co-pagamentos de entidades que nunca foram recebidos. Similarmente, em Espanha, o caso referente à *Pescanova* (2013) que recorreu a técnicas contabilísticas agressivas no sentido de: (i) ocultar dívida financeira; (ii) reconhecer operações fictícias através de sociedades instrumentais com o objectivo de obter financiamento através do desconto de facturas; e (iii) não reconhecer gastos financeiros com a finalidade de melhorar os resultados contabilísticos.

Efectivamente foram muitos os casos de empresas que recorreram a técnicas de gestão de resultados fraudulentas como: (i) *Maxwell* (1991)⁹⁷, no Reino Unido; (ii) *Enron* (2001)⁹⁸, nos EUA; (iii) *Swissair* (2002)⁹⁹, na Suíça; (iv) *Parmalat* (2003)¹⁰⁰, na Itália; (v) *Gowex* (2014)¹⁰¹, em Espanha; e (vi) *BPN*¹⁰² (2008), *BPP*¹⁰³ (2008) e Grupo

⁹⁷ Ian Robert Maxwell (1923-1991) construiu um extenso império editorial, embora após a sua morte tenha disparado o colapso de seu império editorial, como exigências de pagamento de empréstimos bancários e com a notícia de que Maxwell tinha extorquido centenas de milhões de libras dos fundos de pensão das suas próprias empresas. As empresas Maxwell pediram protecção contra a insolvência em 1992, após anos de falsificação dos relatórios financeiros.

⁹⁸ *Enron* (2001) – era uma empresa do sector energético, alvo de um escândalo financeiro e posterior falência por diversas fraudes contabilísticas e fiscais, nomeadamente empolamento de resultados, tendo sonogado mais de um bilião de US direitos de passivo à custa das empresas do grupo, manipulação do mercado texano e suborno do governo para ganhar contratos. Colocou em causa o Código de Ética e os princípios de *Corporate Governance*.

⁹⁹ *Swissair* (2002) – política expansionista que se mostrou desastrosa: o SAirGroup perdeu mais de 1 bilião de dólares em apenas um ano (2000), levando à uma subversão administrativa e queda de seus principais executivos, que foram substituídos, contudo o alto endividamento para além do atentado de 11 de Setembro de 2001. O Acidente com um MD-11 em 1998, no Canadá também contribuiu para a falência. No dia 2 de Outubro de 2001, algumas aeronaves da empresa foram retidas em aeroportos da Europa por falta de pagamento de combustíveis, levando no dia seguinte à paralisação dos voos. Os bancos suíços, credores da empresa, anunciaram dos aportes de capital, causando o colapso de uma das mais tradicionais empresas aéreas do mundo.

¹⁰⁰ *Parmalat* (2003) – utilização dos paraísos fiscais para empolamento de activos utilizando uma dinâmica liberal de globalização.

¹⁰¹ *Gowex* (2014) – empolamento das receitas relatadas nas DF e dos resultados apresentados. Não divulgação das receitas das partes relacionadas. A carteira de contratos com os clientes era inferior ao relatado. A empresa de auditoria deu o aval às contas e à informação financeira por troca de elevados honorários. A directora das relações com os investidores era o cónjuge do CEO. O CEO esteve envolvido no escândalo das acções centavo nos EUA, da *Advanced Technologies*. Divulgação de informação económica, financeira e não financeira falsa.

¹⁰² *BPN* (2008) – capitalização de gastos de abertura de balcões, um conjunto vasto de operações que não estavam registadas em nenhuma entidade do grupo, a não mensuração e reconhecimento de imparidades nas DF, com a finalidade de apresentar resultados contabilísticos melhorados, operações em *offshores*.

¹⁰³ *BPP* (2008) – utilização de empresas-veículo fictícias com o propósito de dissimular investimentos, ausência de relevância contabilística relativa aos produtos de retorno absoluto e uma operação de aumento de capital, realizada no veículo de investimento “*Privado Financeiras*”, em 2008, estando em causa prejuízos contabilizados no valor aproximado de 41 milhões de euros.

Espírito Santo (2014)¹⁰⁴, em Portugal, resultantes da falta de responsabilidade e profissionalismo dos órgãos de administração acrescido de questões éticas.

Em tese, o pensamento tradicional em torno dos negócios acaba por contaminar e predeterminar, em maior ou menor grau, a prática económico-financeira recorrendo a soluções teóricas aplicadas subjectivamente com objectivos definidos, não respondendo à dicotomia entre “*o que se faz*” e “*o que se deveria fazer*” (Cea García, 1989). Posto isto, concluiu-se que em qualquer uma das empresas existia um mau “*Governo*”, com problemas de controlo interno, incumprimento dos deveres de diligência, incompetência e ausência de profissionalismo, de moral e de ética profissional e pessoal.

1.4.4.3 – A Gestão dos Resultados e a Teoria da Sinalização

Inicialmente, a teoria da sinalização foi introduzida por Spence (1973) e (1974), aplicada ao mercado de trabalho. O estudo do autor refere-se a um sinal de qualidade, que é o nível de educação do trabalhador, necessariamente relacionado a um custo não só monetário, mas também físico como o tempo despendido na escola, com a aprendizagem. A mesma analogia é aplicada na política de pagamento de dividendos aos accionistas numa empresa. Os dividendos significam um custo para a empresa, pois ela está a desviar dinheiro do caixa para entregar aos seus accionistas, ou seja é considerado como o pagamento do retorno do investimento. Contudo, existe um incentivo para este tipo de posicionamento, já que o pagamento de altos dividendos sinaliza ao mercado que a empresa em questão é lucrativa, com elevado desempenho e gozando de uma boa condição financeira e económica. Desta forma, tais empresas estão aptas a captar recursos menos onerosos à medida que mais pessoas desejam aplicar as suas economias. Inversamente, as empresas que estão em má situação financeira não pagarão dividendos, tendo em vista que, provavelmente, estão com dificuldades de

¹⁰⁴ BES (2014) – o Presidente executivo do Banco (BES) também era presidente executivo do Grupo (GES), existência de construção de *holdings* em cascata, dispersão por várias empresas da estrutura accionista, constituição de subgrupos dentro das *holdings* do grupo económico, *holdings* e empresas sediadas em vários países, operações em *offshores*, o que provocava uma teia nebulosa. Elevada exposição do Banco a dívidas do Grupo, o Banco Espírito Santo (BES) tem em carteira dívida de empresas do Grupo Espírito Santo (GES) no valor de 980 milhões de euros. O BES emprestou 780 milhões ao Espírito Santo *Financial Group* (ESFG), que, por sua vez, emprestou 1,3 mil milhões à Rioforte. Esta última é detida a 100% pela Espírito Santo *International* (ESI), que entrou em falência técnica desde a descoberta, numa auditoria pedida pelo Banco de Portugal, de um passivo não-reconhecido no valor de 1,2 mil milhões de euros. Estas irregularidades contabilísticas estão ser investigadas pelas autoridades do Luxemburgo.

tesouraria e com deficiente desempenho e isso implica redução da procura dos títulos pelos investidores. Logo, os custos seriam maiores que os benefícios. Portanto, somente procedem ao pagamento, as empresas que possuem bons projectos. No caso do mercado de crédito, os analistas de empresas procuram identificar sinais de que o candidato a financiamentos apresenta boas condições de pagamento. Um dos sinais mais óbvios são os Relatórios e Contas Anuais que apresentarão a sua condição financeira actual, confirmando ou infirmando a sua capacidade de gerar meios para fazer solver as suas obrigações. Então, a sinalização é uma importante fonte de informação, reduzindo o problema de selecção entre os agentes.

Contudo, num cenário de presença de informação assimétrica, o reflexo é negativo nas transacções económicas, o que é prejudicial, por colocar em causa a continuidade da entidade e no limite levar à sua extinção. Então, é fundamental que sejam criados meios de troca de informação com o objectivo de se reduzir a incerteza. De facto, a sinalização de mercado é um importante mecanismo pelo qual os agentes económicos lidam com os problemas de selecção adversa numa transacção económica. Neste caso, a parte detentora de informação privada enviará um sinal por meio de uma acção que seja observável pela parte oposta, marcando de um modo possível a qualidade e o valor do seu produto ou serviço. A teoria da informação tem aplicado critérios de sinalização para diversas situações da vida económica, em diversas áreas, a nível de: (i) instituições empresariais; (ii) mercados financeiros e (iii) políticas económicas.

Kreps (1994) refere que a sinalização é uma possível solução para os problemas de selecção adversa, onde a parte bem informada sinaliza o que sabe por meio da tomada de acções. Por outro lado, Coco (2000) releva que estes problemas são resolvidos através do uso de sinais que informem a qualidade dos diferentes agentes envolvidos numa transacção. O uso de sinais permite uma filtragem e separação entre as partes de um contrato. O autor pesquisou as explicações para o uso generalizado de garantia nos mercados financeiros e relacionou-as com a evidência empírica, tendo concluído que esta era incompatível com a utilização de garantias como um sinal de qualidade dos projectos, considerando a existência de informação assimétrica e tendenciosa.

Para Stiglitz (2000), a literatura sobre sinalização tem fornecido um leque de conclusões que explicam uma série de questões presentes na economia, tais como as instituições financeiras que pretendem evidenciar a fiabilidade da informação pela dimensão da actividade e rede de agências ou accionistas, sinalizando a sua convicção que a empresa não está sobreavaliada através do volume de transacções dos títulos. Actualmente, uma das principais preocupações das empresas é conhecer a forma como os títulos serão avaliados pelo mercado, ou seja, o tipo de sinalização que está a ser transmitida aos agentes externos, através da política de dividendos e da estrutura de capital. Para o autor, a informação é imperfeita e a sua obtenção é de elevado custo, o que demonstra a existência de importantes assimetrias de informação.

Kirmani *et al.* (2000) consideram como sinais as acções tomadas por uma das partes numa transacção para revelar o seu tipo ou qualificações verdadeiras. Macho Stadler *et al.* (1997) mencionam como exemplo o mercado financeiro onde a sinalização funciona em dois níveis: (i) para um administrador que conhece o valor da sua empresa e quer mandar um sinal para o mercado, visando uma necessidade de aumentar o capital, recebendo um preço justo na emissão das acções; e (ii) para o mercado, um sinal concreto é a “*saúde económica e financeira*” da empresa, o que incentiva o administrador desta a manter um baixo nível de endividamento e um elevado desempenho. Outro exemplo a apontar será o caso do lançamento de novos investimentos onde os agentes precisam emitir sinais fortes de credibilidade. Efectivamente, existe necessidade de aliciar os investidores.

Similarmente, Basoglu *et al.* (2014) referem a necessidade de sinalização a nível de comunicação de informação empresarial, utilizando via electrónica, como forma de divulgar as informações financeiras e não financeiras em tempo útil para os investidores e com menores custos. Os autores estudaram a forma de divulgação relacionada com a Teoria da Sinalização, de forma a obter a análise do grau de confiança. Os resultados sugerem que o conteúdo não financeiro divulgado via electrónica influencia a percepção de fiabilidade e qualidade do investimento. Contudo, a percepção dos investidores é reforçada relativamente à qualidade do investimento, mesmo que o desempenho seja baixo mas se a informação divulgada for de alta qualidade, o que influencia as intenções de investimento.

Porém, considerando a importância da Teoria da Sinalização e as situações acima indicadas, diz-se que em determinadas situações a mesma pode levar os administradores menos éticos, a recorrerem a práticas de gestão de resultados, com o sentido de obterem os seus propósitos. Veja-se o caso BES aquando das notícias lançadas nos dois últimos aumentos de capital. Essas notícias transmitidas foram sempre orientadas para a solidez da instituição de forma a assinalar uma óptima situação para que os investidores aderissem.

Todavia, com as alterações introduzidas pela mais diversa legislação pretende-se reforçar a credibilidade da informação financeira apresentada pelas diferentes entidades para que as suas DF reflectam de uma forma verdadeira e apropriada a situação financeira e económica. Desta forma, os mercados funcionarão de uma forma mais transparente nas suas relações comerciais e laborais. As tomadas de decisão nas empresas saem mais beneficiadas quando se baseiam em dados fidedignos o que se traduzir-se-á numa relação de maior transparência e responsabilização da administração. Qualquer outro objectivo que não seja trazer a credibilidade para um patamar elevado e dignificante terá de ser abandonado.

1.4.4.4 – A Gestão dos Resultados e a Política Contratual da Contabilidade

1.4.4.4.1 – Enquadramento

A teoria contratual tem as suas raízes no século XIX, com origem na Revolução Francesa, que inspirou também os modelos estatais e as suas relações, direitos e obrigações em torno da instituição societária. Realmente, aquela teoria nasceu para estabelecer os limites contratuais da sociedade, dos accionistas e de um círculo muito reduzido de interesses concorrentes que praticamente se esgota nos credores. Assim, a informação contabilística configurava-se como um direito individual e subjectivo, do titular ou accionista, onde o suporte básico assenta nas contas anuais.

Contudo, as alterações da realidade empresarial e em especial a transcendência social, económica e política, que os Grupos Empresariais desempenham no mundo actual, vieram colocar em causa a Teoria Contratual, abrindo espaço à instituição como

um organismo que tem por finalidade um interesse intermediário entre os indivíduos e o Estado, estendendo a tutela ao interesse da colectividade, visto que se percepção um interesse social como objectivo necessário dos poderes sociais e consequentemente a anulação das decisões ditadas por razões pessoais. Neste sentido, opera uma evidente modificação da titularidade do legítimo direito da informação económico-financeira que implica relevar o carácter público do interesse protegido pela regulamentação contabilística, jurídica e profissional, mais facilmente controlável, concebendo a separação entre a administração e o controlo, impondo responsabilidade aos administradores e tendo em atenção as necessidades dos utilizadores quanto ao conteúdo, qualidade e quantidade da informação a constar nas contas anualmente publicadas. Igualmente se acentua a sua importância e o carácter público da auditoria, que invoca a necessária protecção e apreensão pelo ordenamento vigente, princípios contabilísticos fundamentais e a salvaguarda dos mais amplos interesses concorrentes da unidade económica.

Convém relevar que a evolução dos Grupos Empresariais é paradigmática e constitui referência obrigatória na medida em que se trata de uma instituição empresarial sensível às alterações do ambiente social, político e económico. A teoria contratual e institucional sobressai no âmbito da informação financeira, onde a contabilidade apresenta um interesse relevante para os proprietários e a necessidade de tutelar os interesses de todos que, de forma directa ou indirecta, se relacionam com a entidade. Assim, o dever subjectivo de informação económica é substituído pelo dever objectivo de informar todos os interessados em geral e a colectividade em particular (Tua Pereda, 1989: 61).

Segundo Silva *et al.* (2006b: 12) “... as empresas podem ser definidas e conceptualizadas de várias formas, sendo que uma das quais consiste em configurá-las como conjuntos de contratos e de relações jurídicas que permitem, pelo menos em determinadas formas societárias¹⁰⁵, limitar a responsabilidade dos seus proprietários...” e “... podem ser vistas como esferas jurídicas autónomas no âmbito das quais se procede à realização de actividades económicas decididas e organizadas de acordo com uma determinada estrutura hierárquica de tomada de decisões”.

¹⁰⁵ Pode-se apontar, como exemplo, as Sociedades Anónimas.

Também a “*Teoria da Agência*” considera a empresa ou entidade como uma plataforma de muitas relações contratuais entre administradores, accionistas, Estado, credores e trabalhadores. Watts *et al.* (1986) desenvolveram o posicionamento da *Teoria Positiva da Contabilidade* orientada para as organizações, baseados na “*Teoria da Agência*” e no pressuposto de que todos os intervenientes na relação de agência actuam em benefício próprio, procurando maximizar a sua riqueza. Esta teoria introduziu na análise os designados custos políticos e custos contratuais para explicar a eleição das políticas contabilísticas das empresas num contexto de assimetria de informação. Raffournier (1990) atribui-lhe a designação de “*Teoria da Política Contratual da Contabilidade*”.

Para além dos factores justificativos atinentes à “*Teoria da Política Contratual da Contabilidade*” existem outros factores explicativos nomeadamente a associação de comportamentos de gestão dos resultados à estrutura de propriedade da empresa. Nesta linha, analisa-se em que medida as características das normas contabilísticas permitem favorecer a gestão dos resultados publicados, realçando ainda as variáveis explicativas avançadas pela “*Teoria da Política Contratual da Contabilidade*” para justificar as opções contabilísticas das empresas. Pode-se estudar, inclusivamente, em que medida a estrutura e controlo da empresa permite do mesmo modo, favorecer a gestão desses mesmos resultados.

Não obstante, a investigação neste domínio não tem versado exclusivamente sobre a identificação de práticas de gestão de resultados e de enviesamentos em situações consideradas débeis, preocupando-se em descrever os incentivos e as características das empresas que as desenvolvem, dentro da relação de governação. A Teoria de Custo Transacção não tem uma ligação particular com o Governo das Sociedades, embora seja muitas vezes mencionada no seu estudo (Zingales, 1997), o que se deve aos ensinamentos que são retirados da metodologia que lhe serve de base. É utilizada essencialmente para explicar problemas económicos em que a especificidade dos activos desempenha o papel principal, recorrendo a uma abordagem multidisciplinar envolvendo a Economia, Teoria das Organizações e Direito “*Lei dos Contratos*”, enquanto os problemas do Governo das Sociedades são essencialmente devidos a uma assimetria de informação entre administradores e accionistas.

Os dois pressupostos em que assenta são a racionalidade limitada, que considera que os participantes na transacção têm “*uma capacidade cognitiva limitada para formular e resolver problemas complexos*” (Evan, 1993), daí que “*todos os contratos complexos são inevitavelmente incompletos*” (Williamson, 2002), o que explica o oportunismo dos participantes. Williamson (2002) considera três atributos para as transacções: a especificidade dos activos físicos e humanos, marcas e outros, as perturbações a que está sujeita e a frequência com que ocorrem.

A teoria de custo transacção defende que é originada uma dependência bilateral, em que os “*... compradores não se podem virar facilmente para fontes alternativas de fornecimento, enquanto os fornecedores só podem adaptar os seus activos especializados ao seu próximo melhor uso ou utilizador à custa da perda de valor produtivo...*”, no caso de transacções em que a especificidade dos activos é relevante (Williamson, 2002). Isto significa que, mesmo que haja um elevado número de fornecedores à partida, estes são transformados num reduzido número de fornecedores na execução e renovação do contrato, ao que Williamson (1996b, 2002) denomina de *Fundamental Transformation*.

Em suma, as três hipóteses primordiais nesta teoria associam as escolhas contabilísticas do órgão de administração: (i) à visibilidade política da empresa “*Political Costs Hypothesis*”; (ii) aos contratos de remuneração dos mesmos elementos dos órgãos de gestão estabelecidos por referência aos indicadores contabilísticos “*Bonus Plan Hypotesis*”; e (iii) às cláusulas restritivas indexadas aos contratos de endividamento “*Debt Covenant Hypotesis*”.

1.4.4.4.2 – As Relações entre Accionistas e Administradores – Remunerações

É comum a todos os regimes, o alto grau de prioridade dado aos interesses dos accionistas, que confiam as suas aplicações em entidades, para que os seus investimentos tenham uma melhor rendibilidade. Também se constata que as entidades de maior sucesso reconhecem que a ética empresarial e as preocupações da sociedade com os aspectos de interesse social e ambientais das comunidades, nas quais operam, tem um forte impacto na reputação da organização a longo prazo. A competitividade e o

êxito são o resultado final do trabalho de equipa, onde se incluem também as contribuições dos trabalhadores e de outros agentes envolvidos na actividade das organizações.

Um aspecto a ter em consideração é a política de remuneração dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização de uma entidade obrigatoriamente submetida a aprovação da Assembleia-Geral devendo apresentar: (i) mecanismos que permitam o alinhamento dos interesses dos membros do órgão de administração com os interesses da sociedade; (ii) critérios de definição da componente variável da remuneração; (iii) existência de planos de atribuição de acções ou de opções de aquisição de acções por parte de membros dos órgãos de administração e de fiscalização; (iv) possibilidade do pagamento da componente variável da remuneração, se existir, ter lugar, no todo ou em parte, após o apuramento das contas de exercício correspondentes a todo o mandato; e (v) mecanismos de limitação da remuneração variável, no caso de os resultados evidenciarem uma deterioração relevante do desempenho da empresa no último exercício apurado ou quando tal for expectável, ainda, no decurso do exercício em análise.

No entanto, segundo *Expansión* (2013), de 14 de Outubro, nas assembleias gerais, houve várias oposições relacionadas com o poder excessivo do CEO, falta de transparência dos relatórios referentes às remunerações do CA, no que diz respeito a bónus atribuídos aos executivos, e a aumentos de capital sem atribuição de direitos preferenciais aos accionistas. Realmente, as votações com mais oposição relacionam-se com os relatórios de remuneração: (i) Telefónica (45,93%); (ii) Banco Santander (7,9%); Técnicas Reunida (27,8%); Bankinter (15,3%); Iberdrola (22,2%); Mediaset (18,7%); Ferrovial (10,2%); Banco BVA (3,5%); Jazztel (39,8%). A notícia também indicava oposição dos accionistas em assembleias-gerais relativamente: (i) à reeleição de alguns administradores; (ii) recondução da nomeação da empresa de auditoria externa; (iii) alterações aos planos de remuneração; (iv) modificação de estatutos; (v) planos de entrega de acções e de opções sobre acções.

Os investidores internacionais também se opuseram, de maneira geral contra os relatórios de remunerações, planos de acções, planos de opções sobre acções e planos de

remuneração, reeleição de alguns administradores, reeleição em alguns casos do CEO, reeleições de auditores externos e aumentos de capital (Expansión, 2013). Para além da oposição em assembleia, alguns investidores solicitaram a revisão do código espanhol que legisla o governo das sociedades, nomeadamente no que diz respeito à inclusão de mais independentes nessas organizações.

É de realçar que os sistemas retributivos variáveis, para o curto e médio prazo, têm como finalidade principal complementar a remuneração dos administradores, para que se proponham alcançar os objectivos e assim obterem uma avaliação óptima, com a combinação de diferentes sistemas, permitindo desta forma reduzir o risco de câmputo que ocorreria se cada um dos componentes fosse fixado isoladamente.

Smith Jr. *et al.* (1992) examinaram as explicações para o financiamento empresarial, política de dividendos e de remuneração. Os autores obtiveram resultados robustos nas relações empíricas entre as decisões de política empresarial e algumas das características das sociedades e concluíram que a teoria contratual é mais importante na explicação da variação transversal observada relativamente às teorias de natureza fiscal ou da sinalização.

Por outro lado, segundo o estudo de Merino Madrid *et al.* (2009: 204) existem aspectos que incitam ao aparecimento de conflito entre administradores e accionistas, tais como: (i) a dimensão e estrutura dos sistemas retributivos; (ii) a falta de transparência informativa sobre a divulgação e atribuição das remunerações individuais; e (iii) a acumulação de poderes. No entanto, para Atchison *et al.* (2010), os administradores constituem um grupo de vital importância para o funcionamento da empresa e a sua remuneração é uma das formas de alinhar os objectivos dos administradores com os dos accionistas. No caso das empresas, com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, a remuneração compreende essencialmente três componentes: (i) um salário base, como remuneração fixa; (ii) um bônus associado a resultados de curto prazo, como por exemplo resultados contabilísticos; e (iii) uma componente variável associada a resultados no médio prazo como o caso da atribuição de um plano de acções ou *stock options*.

Para a compreensão do relacionamento entre os administradores executivos e os accionistas, num ambiente em que interagem os diferentes contraentes, é importante conhecer aspectos como os incentivos utilizados, de entre os quais destacamos os que são fundamentados em capital ou incentivos por via de uma remuneração baseada em acções. Assim, no âmbito das práticas de “*Bom Governo*” considera-se que os incentivos, quanto ao papel da remuneração dos administradores, para que se promova o desempenho e as actividades empresariais da entidade, a longo prazo, devem ser claros e devidamente documentados.

Um outro elemento, a ter em atenção, diz respeito ao montante que deve alcançar a remuneração dos administradores, que não se pretende que seja escassa considerando o grau de especialização, conhecimento e capacidade técnica para fazer face às tarefas necessárias, nem excessiva para não colocar em risco a objectividade das decisões (Salas Fumás, 2002). Então, a recompensa pelo desempenho dos administradores é efectuada com base em diferentes parâmetros que apresentam: (i) natureza objectiva – medidas como o valor das vendas, o número de unidades produzidas, o EBITDA ou o Resultado do Período; e (ii) natureza subjectiva – medidas como o valor estimado do empregado para a organização ou a imagem do grupo nos mercados.

Observe-se, a título de exemplo, o grupo EDP¹⁰⁶ que propõe as seguintes condições para atribuição de remuneração variável, aos membros do conselho executivo, indicadas no relatório anual da gestão, para o ano de 2011. Relativamente à remuneração variável anual, *“para cada um dos membros do CA o seu valor poderá oscilar entre 0 e 80% da remuneração bruta fixa anual, sendo a determinação do respectivo montante efectuada com base nos seguintes indicadores em relação a cada ano do mandato: performance relativa do Total Shareholder Return do Grupo EDP versus Eurostoxx Utilities e PSI 20, capacidade real de criação de valor accionista, crescimento de Margem Bruta, crescimento do Resultado Líquido e crescimento do*

¹⁰⁶ EDP na categoria “*Melhor Relatório e Contas*” do sector não financeiro, nos Prémios *Deloitte* (2011). A 24th Edição *Investor Relations & Governance Awards* (IRGA) consagra os profissionais e as instituições com a melhor *performance* durante o ano de 2010. Esta iniciativa, promovida pela *Deloitte* em parceria com o Diário Económico, visa premiar dirigentes, profissionais do mercado, personalidades ou instituições que tenham contribuído para a qualidade da informação financeira e que, simultaneamente, promovam e pratiquem boas práticas no sector, *vide* Relatório e Contas relativo ao ano de 2011, publicado em www.edp.pt/pt/investidores/publicacoes/.

EBITDA. Quanto à remuneração variável plurianual, para cada um dos membros do CA executivo, esta componente pode ser estabelecida num montante compreendido entre 0 e 120% da remuneração bruta anual, em função da avaliação anual acumulada da performance dos administradores na materialização da sustentabilidade económica do Grupo EDP. A atribuição desta remuneração plurianual só se torna efectiva se no final do mandato tiverem sido atingidos, pelo menos, 90% dos objectivos estratégicos fixados, que serão avaliados em função da performance e da comparação com os universos estratégicos de referência. Em concreto a fixação desta componente remuneratória é efectuada com base nos seguintes elementos: performance relativa do EBITDA do Grupo EDP no mandato, capacidade de criação de valor do Grupo EDP no mandato, performance relativa do retorno total para o accionista do Grupo versus Eurostoxx Utilities e PSI 20 no mandato, performance do Índice de sustentabilidade aplicado ao Grupo EDP, imagem do Grupo EDP nos mercados nacional e internacional, capacidade de mudança e adaptação a novas exigências do mercado e cumprimentos de metas estratégicas fixadas para o Grupo EDP. O período temporal considerado para a determinação do valor da componente variável plurianual da remuneração (de 3 anos), a utilização de critérios qualitativos orientados para uma perspectiva estratégica e de médio prazo no desenvolvimento da Empresa, a existência de um limite máximo para a remuneração variável e o peso relativo desta componente no valor global da remuneração constituem elementos determinantes para fomentar um desempenho da gestão da Empresa que não se focalize apenas em objectivos de curto prazo, mas que integre na sua performance os interesses da Sociedade e dos accionistas no médio e longo prazo”.

Embora, as políticas de remuneração devam privilegiar o aumento dos incentivos relacionados com as actividades da entidade, recompensando o melhor desempenho da mesma e reduzindo a sua relutância em tomar decisões arriscadas, verifica-se, no exemplo acima, a presença de avaliações com base em valores contabilísticos, como o crescimento da margem bruta, do EBITDA e do resultado líquido, onde estarão em causa decisões sobre políticas e critérios contabilísticos adoptados, como por exemplo a opção por capitalização ou não de determinados gastos ou de activos. Deste modo, o desempenho dos administradores também é avaliado pelo

resultado obtido, em termos de lucro, capitalização bolsista, investimento, entre outros factores. No entanto, os limites colocados para a atribuição da remuneração variável, de alguma forma, diluem o recurso a técnicas de gestão de resultados para a consecução dos objectivos. Também se verifica nos critérios de avaliação a presença de critérios subjectivos como a imagem empresarial nos mercados nacional e internacional e capacidade de mudança e de adaptação a novas exigências do mercado.

Conthe *et al.* (2006: 38) referem que as remunerações relacionadas com os resultados do Grupo Empresarial devem ter em conta eventuais reservas e ênfases constantes no relatório de auditoria e que possam ter impacto negativo nos resultados contabilísticos obtidos. Assim, as políticas retributivas devem incorporar as medidas técnicas necessárias para assegurar que as remunerações estejam relacionadas com o desempenho profissional dos beneficiários e não derivem simplesmente da evolução geral dos mercados ou do sector de actividade empresarial ou, ainda, de outras circunstâncias similares.

1.4.4.4.3 – As Relações entre os Accionistas e os Credores – O Endividamento e os Custos de Financiamento

“A presença de um sistema eficaz de governo das sociedades, tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Daí resultam custos inferiores na captação de capitais, que incentivam as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz, viabilizando assim um crescimento sustentável” (OCDE, 2004: 11). Efectivamente, segundo os pressupostos constantes no estudo desenvolvido por Akerlof (1970), as empresas trabalham os resultados na tentativa de obterem menores custos de financiamento, escondendo informação às entidades que as financiam. No entanto, correm o risco de violarem os acordos de pagamento, das quais resulta o aumento do custo de financiamento. Veja-se o caso Pescanova (2013).

A esta conclusão chegaram Dechow *et al.* (1996b), os quais conferiram que uma das mais importantes motivações que as empresas usam para a utilização de técnicas de

gestão dos resultados é o desejo de aumentarem o financiamento a baixo custo e, assim evitarem restrições aos acordos de dívida. Os autores verificaram que as empresas que praticam esquemas de gestão de resultados vêm aumentar, de forma significativa, o seu custo de capital quando a gestão dos resultados é tornada pública no “*Governo das Sociedades*”, o que limita ou incrementa as práticas para a obtenção dos resultados pretendidos.

Hail *et al.* (2010a: 357) referem que “*os investidores exigem um maior retorno dos títulos menos líquidos*”. Então afirma-se que os custos de capital de uma entidade variam consoante a qualidade do relato financeiro, quanto melhor o relato menor os custos. Desta forma, uma melhor divulgação permite aos utilizadores da informação estimar com maior fiabilidade os *cash-flows* futuros, o que melhorará a partilha do risco na economia. Assim, os utentes avaliam os diversos títulos com maior credibilidade pois uma melhoria no relato permitirá aos utentes sustentar mais adequadamente a sua tomada de decisão.

Dado o elevado risco das empresas, que obtêm crédito, utilizarem técnicas de gestão dos resultados, no presente ou no futuro, as entidades que concedem financiamento tendem a ser rigorosas na análise, para evitar a assimetria de informação, minuciosas no comportamento e nas garantias apresentadas por essas empresas, dependendo, de tudo isto, o valor das taxas de juro a praticar. Crê-se que uma das melhores garantias que as empresas oferecem é a sua qualidade de “*Governo*” e que esta é também uma das preferidas pelos financiadores. Esta reflexão é corroborada no estudo desenvolvido por Schauten *et al.* (2006), onde os resultados obtidos suportam a ideia de que as entidades que concedem financiamento – bancos – usam a qualidade da informação na sua avaliação do perfil de risco da empresa.

Do exposto anteriormente, facilmente se infere que há mecanismos eficazes de divulgação de informação, que mitigam a gestão de resultados, por um lado e por outro permitem aos financiadores obter garantias de que a empresa cumprirá os acordos estabelecidos, praticando, assim, taxas de juro mais baixas.

Anderson *et al.* (2003) concluíram que os grupos empresariais que ainda pertencem às famílias fundadoras registam baixos custos de financiamento e que os seus

resultados são consistentes com a ideia de que os mesmos têm estruturas de incentivos que originam menos conflitos de agência entre proprietários e entidades financiadoras. Num estudo posterior, Anderson *et al.* (2004b) verificaram que o custo da dívida está inversamente relacionado com a independência dos administradores e positivamente relacionado com o tamanho do CA. Os autores concluíram que a total independência das comissões de auditoria está significativamente associada com um baixo custo de financiamento e que os custos de dívida também estão negativamente relacionados com a dimensão das comissões de auditoria e com a frequência das suas reuniões.

Schauten *et al.* (2006) encontraram evidência através da qual concluíram que a performance das empresas está negativamente relacionada com o custo da dívida. Os resultados encontrados pelos autores evidenciam que as empresas com uma boa e forte organização têm baixos custos de financiamento, e pelo contrário as sociedades com fraca *performance* de organização estão associados a elevados custos de financiamento, com uma diferença de cerca de 1,4%. Por outro lado, Íñiguez Sánchez *et al.* (2013) referem a preferência para a avaliação mínima dos activos líquidos nos contratos de dívida, que serve também como justificação para evitar o risco de litígio e prudência dos auditores, embora implique a necessidade de recursos a outros requisitos.

Os estudos apresentados confirmam a convicção e afirmação inicial de que existe uma relação entre a organização das sociedades e o seu desempenho, técnicas de gestão dos resultados e custos de financiamento, sendo possível concluir que a utilização criteriosa e adequada de mecanismos de gestão reduzem as possibilidades de insucesso e são um bom indicador para que as entidades que concedem crédito possam cobrar taxas de juro mais baixas.

1.5 – NOTAS CONCLUSIVAS

Considerando que os Códigos e os Regulamentos sobre o Governo das Sociedades pretendem constituir instrumentos de promoção de boas práticas de “*Governo Societário*”, tendo por finalidade garantir a estabilidade e confiança no mercado de capitais, após a análise efectuada e a revisão da literatura, deduz-se o seguinte:

1. Os primeiros estudos teóricos e empíricos sobre a relação entre as características dos mecanismos de “*Governo das Sociedades*” e o respectivo desempenho surgiram no âmbito das finanças empresariais, relacionados com o problema da separação entre a propriedade e o controlo das empresas que se organizam sob a forma de sociedades com capital disperso;
2. A premissa comum entre os estudos é a existência de interesses e objectivos divergentes entre administradores e proprietários e que, caso não existam incentivos ou mecanismos de monitorização da acção dos administradores executivos, estes últimos tomam decisões que maximizam os seus interesses pessoais em detrimento dos proprietários. Deste modo, desenvolveu-se uma série de mecanismos elaborados pelas entidades competentes de cada País e plasmados em “*Códigos de Bom Governo*”, que apresentam divergências resultantes da cultura, legislação e organização. Não obstante, verifica-se a coincidência, em todos os países, de alguns mecanismos, como os relacionados com a necessidade de independência dos CA, da comissão de auditoria e da comissão de remuneração;
3. As principais intervenções em matéria de *Governo das Sociedades* foram desencadeadas por situações de crise, pelo que se alude como exemplos: (i) o Código de *Cadbury* (1992), no Reino Unido, como reacção a escândalos de sociedades britânicas (BCCI, Mirror Group); (ii) os Princípios da OCDE (1999) revistos em 2004, de tendência mundial, como resposta à crise asiática de 1997-1998; e (iii) a *Sarbanes-Oxley Act* (2002), como resposta às insolvências da *Xerox*, *Enron*, *Worldcom* e *Merck*, nos EUA. Efectivamente, esta regulamentação teve como principal objectivo restabelecer a credibilidade da informação financeira prestada, a eficácia do sistema de fiscalização das sociedades com valores admitidos a cotação em mercados regulamentados, e desta forma obter a confiança dos investidores. As autoridades de supervisão, as entidades gestoras de bolsas e as associações de natureza corporativa foram, progressivamente, assimilando que as normas e as práticas de “*Bom Governo*” constituem factor essencial da competitividade empresarial, da estabilidade, da

- atractividade dos mercados de capitais e do sucesso das economias nacionais (Silva *et al.*, 2006b: 32);
4. A linha mestra de orientação presente na generalidade dos Códigos, relativamente à constituição de comissões do CA, apresenta-se dúplice no seu objectivo: (i) melhorar a qualidade de desempenho da administração e prevenir conflitos de interesses nas áreas onde o risco da sua ocorrência é mais elevado; e (ii) defender os direitos dos investidores, sustentando como princípios fundamentais a igualdade de tratamento dos accionistas, a eliminação de direitos especiais de voto e, sobretudo, a remoção de quaisquer obstáculos à participação nas assembleias gerais, acrescendo a necessidade de divulgação de informação, suficiente e fíável, aos accionistas e ao mercado em geral sobre a real situação da empresa e as práticas de governo societário;
 5. O “*Governo das Sociedades*” assenta no primado da transparência, no rigor da informação e na responsabilidade dos seus órgãos. Porém, para que haja transparência da informação é necessário que a mesma seja fidedigna, completa, oportuna e clara para a tomada de decisão e no que toca aos órgãos relaciona-se com a sua postura e valores éticos e deontológicos, como a independência, responsabilidade, honestidade, competência, profissionalismo e integridade. Realmente, a falta de transparência e ausência de rigor na informação divulgada aos mercados, apenas orientada para apresentar uma imagem atractiva da organização, bem longe da “*imagem fiel*”, dever de todo o bom administrador, comporta elevados efeitos negativos para os mercados de capitais e para a economia em geral. Porém, a sofisticação cada vez maior das estruturas financeiras das empresas e a competitividade do mundo dos negócios exercem uma importante pressão nos dirigentes, o que alimenta e favorece a distorção, quiçá intencional daquela informação apresentada nas DF e no Relatório da Gestão;
 6. O “*Bom Governo*” está relacionado com a ideia de gestão continuada da entidade, pois determinadas variáveis reduzem a possibilidade de utilização de técnicas de gestão dos resultados, nomeadamente uma forte intervenção dos

investidores institucionais, a existência de um número significativo de administradores externos independentes e um CA constituído por um número reduzido de administradores;

7. O mundo dos negócios, na actualidade, exige uma maior integração, caracterizada por uma elevada mobilização de capitais no sistema financeiro mundial, sendo imprescindível uma conduta baseada em valores éticos, morais e profissionais e ter em linha de conta que um inadequado sistema de “*Governo das Sociedades*” provocará desequilíbrios organizacionais e globais como a garantia e confiança dos mercados, dos investidores e dos accionistas;
8. O presente e o futuro da informação empresarial é uma questão extensa e complexa que exige a atenção das diferentes áreas do saber como o direito, a contabilidade, a gestão e a economia. A informação deve ser transparente e divulgada de forma simétrica, com o objectivo de facilitar a avaliação da entidade, por parte dos mercados, informando periodicamente, mediante comunicação imediata e assaz, sobre os factos relevantes capazes de influenciar, de forma sensível: (i) a capitalização bolsista; (ii) aspectos que afectem a estrutura da propriedade; (iii) a posição económico-financeira; (iv) participações significativas; (v) transacções dentro do grupo ou com membros do CA; (vi) fundos próprios; (vii) sistemas de governo; (viii) regras de controlo; e (ix) decisões, níveis e tendências de riscos e incertezas assumidos no desenvolvimento da actividade; e
9. Finalmente, releva-se que a função essencial de um Bom Governo não consiste em proporcionar aos administradores ideias brilhantes, sejam estratégicas ou de gestão, que possam aumentar a rendibilidade do negócio, abrir novos mercados e criar valor, mas sim em controlar e supervisionar os administradores executivos para que não cometam erros graves, irregularidades ou ilegalidades que possam destruir valor e em casos extremos, inclusivamente arruinar a empresa, como foi o caso das empresas citadas nos EUA, Reino Unido, Suíça, Itália, Espanha e Portugal, pois todas elas careciam de um Bom Governo.

Efectivamente é necessário apurar responsabilidades, tanto do ponto de vista contra-ordenacional, através das entidades de supervisão, como da auditoria forense e de processos judiciais, com a correspondente penalização das infracções atribuídas, para que os devidos efeitos dissuasores venham a contribuir para que as más práticas e as diferentes irregularidades deixem de ocorrer.

Neste contexto, para colmatar algumas situações de má governação, destaca-se, em Portugal, a publicação do Decreto-Lei n.º 5/2015, relativamente à atribuição de mais poderes à CMVM, para que seja possível uma actuação mais célere, determinada, eficaz e eficiente face à obtenção de provas de ilícitos de mercado, de difícil acesso, dado que os crimes económicos são muito complexos. Com efeito, foi atribuído ao regulador poder de inspecção e auditoria equiparados aos dos agentes de autoridade, o que resulta num reforço efectivo de competências. Assim, a CMVM exigirá a qualquer entidade, pública ou privada, que lhe sejam fornecidas directamente as informações que se revelem necessárias para o estrito cumprimento das suas atribuições, para além dos funcionários poderem, igualmente, aceder a todas as instalações, terrenos e meios de transporte das entidades destinatárias da actividade da CMVM e a quem com aquelas colabore e, ainda inspeccionar livros e outros registos relativos às entidades, além de requisitarem o auxílio de outras autoridades, se considerar necessário.

Godinho (2015) salienta que, segundo Carlos Tavares, Presidente da CMVM, a dimensão ética deve estar presente no Governo das Sociedades o que, infelizmente, não acontece nas decisões de cada organização. Para além disso, os interesses dos accionistas e da gestão nem sempre estão devidamente alinhados. Apontou, ainda, que as deficiências do Governo Societário foram tidas como uma das causas da crise e apesar dos esforços efectuados, particularmente, em termos regulatórios subsistiram as más práticas do período pré-crise, também em Portugal, caso do BPN, BPP, BCP, BES e PT, onde se encontraram problemas não só de governo, mas igualmente de ordem ética. Em todos eles existem grandes défices no funcionamento dos mecanismos essenciais de governo e, no entanto, algumas das empresas eram altamente avaliadas, pela CMVM, por entidades privadas e todas apresentavam excelentes relatórios de Governo, quer no cumprimento do Código de Bom Governo, como das respectivas recomendações. A prática tem demonstrado que as regras e as recomendações têm que

ser exigentes e precisas e mais do que avaliar o seu cumprimento formal, interessa informar os accionistas de como se traduz esse cumprimento na substância e não apenas na forma.

Neste âmbito, na II Parte deste trabalho, será desenvolvido um estudo tendente a identificar as características das empresas que determinam o grau de adopção das recomendações indicadas no Governo das Sociedades, bem como os riscos e incertezas assumidos no decurso da actividade e expressos no Relatório da Gestão, *vide* Oliveira (2015).

BIBLIOGRAFIA

Referências e bibliografia a consultar

A

AAA – American Accounting Association (1936); “*Tentative Statement of Accounting Principles Affecting Corporate Reports*”; The Accounting Review; Vol. 11, No.2, June, pp.187-191.

AAA – American Accounting Association (1966); “*A Statement of Basic Accounting Theory – ASOBAT*”; Florida: Library of Congress, 5th Edition.

ABBOTT, Lawrence J.; Parker, Susan; Peters, Gary F. (2004); “*Audit Committee Characteristics and Restatements*”; Auditing: A Journal of Practice and Theory; Vol. 23, No.1, March, pp.69-87.

ABD-ELSALAM, Omneya H.; Weetman, Pauline (2003); “*Introduction International Accounting Standards to an Emerging Capital Market: Relative Familiarity and Language Effect in Egypt*”; Journal of International Accounting, Auditing and Taxation; Vol. 12, No.1, pp.63-84.

ABOR, Joshua (2007); “*Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms*”; Corporate Governance: The International Journal of Business in Society; Vol. 7, No.1, March, pp.83-92.

ABREU, Jorge M. C. (2010); “*Governança das Sociedades Comerciais*”; Coimbra: Edições Almedina, 2th Edição.

ADAM, Tim; Goyal, Vidhan K. (2008); “*The Investment Opportunity Set and its Proxy Variables*”; Journal of Financial Research; Vol. 31, No.1, March, pp.41-63.

ADAM, Tim R.; Streitz, Daniel (2013); “*Bank Lending Relationships and the Use of Performance-Sensitive Debt*”; Berlin: Economic Risk; SFB 649, Discussion Paper 2013-027, pp. 1-49, in <http://edoc.hu-berlin.de/series/sfb-649-papers/2013-27/PDF/27.pdf>, acedido em Junho de 2014.

ADAMS, Renee B.; Mehran, Hamid (2003); “*Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies?*”; Economic Policy Review; Vol. 9, No.1, March, pp.123-142, *vide* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=387561, acedido em Junho de 2006.

ADAMS, Renee B.; Mehran, Hamid (2011); “*Corporate Performance, Board Structure and Their Determinants in the Banking Industry*”; vide www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr330-.pdf, acessado em Junho de 2012.

AECA (1999); “*Princípios Contábeis – Marco Conceptual para la Información Financiera*”; Documento de Principios Contábeis No.22; Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas; Septiembre.

AECA (2004); “*Marco Conceptual de la Responsabilidad Social Corporativa*”; Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

AECA (2008a); “*El Nuevo Modelo de Empresa y de su Gobierno en la Economía Actual*”; Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas; Documento AECA No.18 – Organización y Sistemas.

AECA (2008b); “*Retribución del Alto Directivo y Gobierno Corporativo*”; Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas; Julio, Documento AECA No.19 – Organización y Sistemas.

AECA (2012); “*Marco Conceptual de la Información Financiera*”; Documento de Principios y Normas de Contabilidad No.1; Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas; Octubre.

AECA (2013); “*Transacciones con Pagos Basados en Instrumentos de Patrimonio*”; Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas; Mayo, Documento AECA No.29 – Principios Contábeis.

AHMED, Kamran; Nicholls, Des (1994); “*The Impact of Non-Financial Company Characteristics on Mandatory Disclosure in Developing Countries: The Case of Bangladesh*”; International Journal of Accounting Education and Research; Vol. 29, No.1, 60-77.

AHMED, Kamran; Curtis, John K. (1999); “*Associations Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis*”; The British Accounting Review; Vol. 31, No.1, March, pp.35-61.

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants (1973); “*Objectives of Financial Statements*”; Report of the Study Group on the Objectives of Financial Statements; United States: October, vide http://c0403731.cdn.cloudfiles.rackspacecloud.com/collection/papers/1970/1973_1001_TruebloodObjectives.pdf, acessado em Dezembro de 2010.

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants (1987); “*Report of the Task Force on Risks and Uncertainties*”; New York: July, vide <http://clio.lib.olemiss.edu/cdm/ref/collection/aicpa/id/169869>, acessado em Agosto de 2014.

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants (1988); “*The Auditor’s Responsibility to Detect and Report Errors and Irregularities*”; SAS No.53; April, vide www.aicpa.org/, acessado em Novembro de 2009.

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants (1994a); “*Disclosure of Certain Significant Risks and Uncertainties*”; New York: Statement of Position, SOPs 94-6, December, vide <http://clio.lib.olemiss.edu/cdm/ref/collection/aicpa/id/1828>, acessado em Dezembro de 2007.

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants (1994b); “*Improving Business Reporting – A Customer Focus: Meeting the Information Needs of Investors and Creditors, Comprehensive Report of the Special Committee on Financial Reporting*”; The Jenkins Report; American Institute of Certified Public Accountants, vide www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/DownloadableDocuments/Jenkins%20Committee%20Report.pdf, acedido em Junho de 2010.

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants (1997a); “*Considerations of Fraud in a Financial Statement Audit*”; SAS No.82, Superseded by SAS No.99; February, vide www.aicpa.org/, acedido em Novembro de 2009.

AICPA – American Institute of Certified Public Accountants (1997b); “*Considerations of Fraud in a Financial Statement Audit*”; SAS No.99; vide www.aicpa.org/, acedido em Novembro de 2009.

AIKTEN, Michael; Hooper, Cameron; Pickering, Joanne (1997); “*Determinants of Voluntary Disclosure of Segment Information: A Re-Examination of the Role of Diversification Strategy*”; Accounting and Finance; Vol. 37, No.1, May, pp.89-109.

AGRAWAL, Anup; Knoeber, Charles R. (1996); “*Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*”; Journal of Finance and Quantitative Analysis; Vol. 31, No.3, September, pp.377-397.

AKERLOF, George A. (1970); “*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”; The Quarterly Journal of Economics; Vol. 84, No.3, August, pp.488-500.

ALBARELLO, Luc; Digneffe, Françoise; Hiernaux, Jean-Pierre; Maroy, Christian; Ruquoy, Danielle; Saint-Georges, Pierre (2005); “*Práticas e Métodos de Investigação em Ciências Sociais*”; Lisboa: Editora Gradiva, 2th Edição, Junho.

ALBRECHT, W. David; Richardson, Frederick M. (1990); “*Income Smoothing by Economy Sector*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 17, No.5, December, pp.713-730.

ALDAMA MIÑÓN, Enrique *et al.* (2003); “*Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas*”; Informe Aldama; Enero, vide www.cnmv.es/, acedido em Março de 2008.

ALLEGRI, 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.

ALEXANDER, David J. A.; Archer, Simon (2000); “*On the Myth of Anglo-Saxon Financial Accounting*”; The International Journal of Accounting; Vol. 35, No.4, October, pp.539-557.

ALEXANDER, David J. A.; Jermakowicz, Eva K. (2006); “*A True and Fair View of the Principles/Rules Debate*”; Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies; Vol. 42, No.2, June, pp.132-164.

ALMOSTER, Paulo (2000); “*Um Terço das Empresas Cotadas não Cumpre Regras da CMVM*”; Diário Económico; 7 de Julho, pp.1-17.

ALONSO, Pablo Andrés (1998); “*La Tragedia del Rey Lear y el Gobierno de la Empresa*”; Boletín AECA No.46; Marzo-Junio, pp.24-27.

ALPALHÃO, Rui; Alves, Paulo (2005); “*The Portuguese Equity Premium: What We Know and What We Don’t Know, Applied Financial Economics*”; Journal Applied Financial Economics; Vol. 15, No.7, April, pp.489-498.

ALTRI – Grupo Altri, SGPS, SA (2010); “*Relatório e Contas 2010*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acedido em Junho de 2012.

ALTRI – Grupo Altri, SGPS, SA (2011); “*Relatório e Contas 2011*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acedido em Junho de 2012.

ALTRI – Grupo Altri, SGPS, SA (2012); “*Relatório e Contas 2012*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acedido em Junho de 2013.

AMAT SALAS, Oriol; Blake, John (2002); “*Contabilidad Creativa*”; Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

AMAT SALAS, Oriol; Perramon, Jordi; Aguilà, S.; Alemany, Fina; Carensys, J.; Monfort, E.; Moya, S.; Monllau, T.; Oliveras, E.; Realp, J. M.; Reguant, F.; Soldevila, P. (2005a); “*Normas Internacionales de Contabilidad NIC/NIF*”; Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

AMAT SALAS, Oriol; Perramon, Jordi (2005b); “*Comprender las Normas Internacionales de Información Financiera*”; Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

ARELLANO, Manuel; Bover, Olympia (1990); “*La Econometría de Datos de Panel*”; Investigaciones Económicas; Vol. 14, No.1, pp.3-45.

ARELLANO, Manuel; Bond, Stephen R. (1991); “*Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations*”; Review of Economic Studies; Vol. 58, No.2, April, pp.277-297.

ARELLANO, Manuel (2004); “*Panel Data Econometrics*”; Oxford University Press.

ALVES, Carlos; Mendes, Victor (2001); “*As Recomendações da CMVM Relativas ao Corporate Governance e a Performance das Sociedades*”; Caderno do Mercado de Valores Mobiliários (II Parte – Publicação de Estudos por ocasião do 10.º aniversário da CMVM); Vol.12, pp.57-88, vide www.cmvm.pt/, acedido em Dezembro de 2002.

ALVES, Carlos F. (2005); “*Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades*”; Coimbra: Edições Almedina.

ALVES, Helena S. A. (2011); “*Corporate Governance Determinants of Voluntary Disclosure and its Effects on Information Asymmetry: An Analysis for Iberian Peninsula Listed Companies*”; Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, Dezembro.

ALVES, Helena S. A.; Rodrigues, Ana M. G.; Canadas, Natália M. P. (2012); “*Factors Influencing the Different Categories of Voluntary Disclosure in Annual Reports: An Analysis for Iberian Peninsula Listed Companies*”; Tékhne – Review of Applied Management Studies; Vol. 10, No.1, January-June, pp.15-26.

ALVES, Jorge A. (2007); “*Governo das Sociedades e Custos de Financiamento*”; Revisores e Auditores; No.37, Abril-Junho, pp.33-39.

ALVES, Jorge J. F. (1989); “*Tratado de Roma de 25 de Março de 1957 que Institui a Comunidade Económica Europeia (CEE)*”; Coimbra Editores.

ALVES, Sandra M. G. (2006); “*Resultados por Acção: Especial Ênfase na Análise da NIC 33*”; Lisboa: Publisher Team, Junho.

AMF (2012); “*Rapport 2012 de L’AMF sur le Gouvernement D’Entreprise et la Rémunération de Dirigeants des Sociétés Cotées*”; Autorité des Marchés Financiers; Octobre, vide www.lexisnexus.fr/pdf/DO/Rapport_AMF_2012; accedido em Janeiro de 2013

ANDERSON, Ronald C.; Mansi, Sattar A.; Reeb, David M. (2003); “*Founding Family Ownership and the Agency Cost of Debt*”; Journal of Financial Economics; Vol. 68, No.2, May, pp.263-285.

ANDERSON, Ronald C.; Reeb, David M. (2004a); “*Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 Firms*”; Administrative Science Quarterly; Vol. 49, No.2, June, pp.209-237.

ANDERSON, Ronald C.; Mansi, Sattar A.; Reeb, David M. (2004b); “*Board Characteristics, Accounting Report Integrity and the Cost of Debt*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 37, No.3, September, pp.315-342.

ANDRADE, Maria Margarida (2008); “*Como Preparar Trabalhos para Cursos de Pós-Graduação: Noções Práticas*”; São Paulo: Editora Atlas, 7th Edição.

ANJOS, António J. (2011) “*Informação Financeira e Insolvência Empresarial – Análise da Capacidade Preditiva de Variáveis Baseadas nos Fluxos de Caixa Combinadas com Variáveis Baseadas no Regime do Acréscimo: Aplicação Empírica ao Caso das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas*”; Universidad de Vigo – Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Tesis Doctoral.

ANTHONY, Robert N.; Welsch, Glenn A.; Reece, James S. (1981); “*Fundamentals of Management Accounting*”; Homewood: Irwin; 13th Edition, January.

ANTHONY, Robert N. (1987); “*We Don’t Have the Accounting Concepts We Need*”; Harvard Business Review; January-February, pp.75-83.

APELLÁNIZ GÓMEZ, P.; Barráfon, M. Labrador (1995); “*El Impacto de la Regulación Contable en la Manipulación del Beneficio: Estudio Empírico de los Efectos del PGC de 1990*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 24, No.82, Enero-Marzo, pp.13-40.

ARMSTRONG, Christopher S.; Guay, Wayne R.; Weber, Joseph P. (2009); “*The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Contracting*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 50, No.2-3, December, pp.179-234.

ARMSTRONG, Christopher S.; Gow, Ian D.; Larcker, David F. (2013); “*The Efficacy of Shareholder Voting Evidence from Equity Compensation Plans*”; Journal of Accounting Research; Vol. 51, No.5, December, pp.909-950.

ARROW, K. J. (1991); “*The economics of agency*”; in Pratt, J. W.; Zeckhauser, R. J. (eds.); “*Principals and Agents: The Structure of Business*”; Harvard Business School Press.

ASHARI, Nasuhiyah; Koh, Hian C.; Tan, Soh L.; Wong, Wei H. (1994); “*Factors Affecting Income Smoothing Among Listed Companies in Singapore*”; Accounting and Business Research; Vol. 24, No.96, September, pp.291-301.

ASHBAUGH, Hollis S. (1997); “*Non-US Firms’ Accounting Standard Choices in Accessing Foreign Capital Markets*”; University of Iowa, January.

ASHBAUGH, Hollis S. (2001); “*Non-US Firms’ Accounting Standard Choices*”; Journal of Accounting and Public Policy; Vol. 20, No.2, Summer, pp.129-153.

ASHBAUGH, Hollis S.; Olsson, Per (2002); “*An Exploratory Study of the Valuation Properties of Cross-Listed Firms’ IAS and US GAAP Earnings and Book Values*”; The Accounting Review; Vol. 77, No.1, January, pp.107-126.

ASQUITH, Paul; Beatty, Anne L.; Weber, Joseph P. (2005); “*Performance Pricing in Bank Debt Contracts*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 40, No.1-3, December, pp.101-128.

ASTAMI, Emita W.; Tower, Greg (2006); “*Accounting Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia Pacific Region: An International Empirical Test of Costly Contracting Theory*”; The International Journal of Accounting; Vol. 41, No.1, pp.1-21.

ATCHISON, Thomas J.; Belcher, David W.; Thomsen, D. J. (2010); “*Wage and Salary Administration*”; ERI Economic Research Institute; Chapter 18 e 19.

AYRES, Frances L. (1994); “*Perceptions of Earnings Quality: What Managers Need to Know*”; Management Accounting; Vol. 75, No.1, March, pp.9-27.

AZAR, Gabriela; Silar, Mario (2006); “*Metodología de Investigación y Técnicas para a Elaboración de Tesis*”; Madrid: Editora Hispania Libros.

AZENHA, António S. (2012); “*BPP: Pagamentos no Ano em que o Banco Pediu Ajuda – Offshores Pagam 6,4 Milhões*”; vide Jornal Correio da Manhã em www.cmjornal.xl.pt/Imprimir/, de 9 de Junho de 2012, acedido em 18 de Janeiro de 2013.

AZOFRA PALENZUELA, Valentín T.; González, Eleuterio V.; Sanz, Juan A. R. (1997); “*Determinantes del Riesgo de las Empresas Industriales Españolas*”; Madrid: AECA: Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 27, No.92, Julio-Septiembre, pp.749-775.

B

BABÍO ARCAÏ, M. R.; Vázquez, M. Flora M. (2005); “*Corporate Characteristics, Governance Rules and the Extent of Voluntary Disclosure in Spain*”; Advances in Accounting; Vol. 21, pp.299-331.

BACIGALUPO SAGGESE, Silvina (2014); “*Transparencia y Buen Gobierno Corporativo*”; Tiempo de Paz; No.114, Septiembre, pp.33-40.

BAEK, H. Young; Johnson, Darlene R.; Kim, Joung W. (2009); “*Managerial Ownership, Corporate Governance and Voluntary Disclosure*”; Journal of Business and Economic Studies; Vol. 15, No.2, September, pp.44-61.

BAKER, C. Richard; Hayes, Rick (2004); “*Reflecting Form Over Substance: The Case of Enron Corp*”; Critical Perspectives on Accounting; Vol. 15, No.6-7, August-October, pp.767-785.

- BAKER**, C. Richard (2008); “*Ideological Reactions to Sarbanes-Oxley*”; Accounting Forum; Vol. 32, No.2, June, pp.114-124.
- BAKER**, George P.; Jensen, Michael C.; Murphy, Kevin J. (1988); “*Compensation and Incentives: Practice versus Theory*”; The Journal of Finance; Vol. 43, No.3, July, pp.593-616.
- BALL**, Ray; Foster, George (1982); “*Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research*”; Journal of Accounting Research; Vol. 20, Supplement, pp.161-234.
- BALL**, Ray; Kothari, S. P.; Robin, J. Ashok (2000); “*The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 29, No.1, February, pp.1-51.
- BALL**, Ray; Robin, J. Ashok, Wu, Joanna S. (2003); “*Incentives versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 36, No.1, December, pp.235-270.
- BALL**, Ray; Shivakumar, L. (2005); “*Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 39, No.1, February, pp.83-128.
- BALREIRA**, Inês (2013); “*Barclays Ocultou Informação aos Accionistas sobre Proveniência de Três Mil Milhões de Libras*”; Jornal de Negócios, vide www.jornaldenegocios.pt/empresas/banca/, publicado em 11 de Fevereiro de 2013.
- BANDEIRA**, Ana M. A. (2010); “*Activos Intangíveis e Actividades de I&D*”; Grupo Editorial Vida Económica, Novembro.
- BANCO DE PORTUGAL**, vide www.bportugal.pt/, acedido em Março de 2013.
- BANCO MUNDIAL** (2001); “*Building Institutions for Markets: World Development Report 2002*”; Oxford University Press (Published for the World Bank), September, vide www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2001/, acedido em Setembro de 2007.
- BANGE**, Mary M.; DeBondt, Werner F. M. (1998); “*R & D Budgets and Corporate Earnings Targets*”. Journal of Corporate Finance; Vol. 4, pp.153-184.
- BANGHØJ**, Jesper; Plenborg, Thomas (2008); “*Value Relevance of Voluntary Disclosure in the Annual Report*”; Accounting and Finance; Vol. 48, No.2, June, pp.159-180.
- BANIF** – Banco Internacional do Funchal (2011); “*Relatório e Contas 2011*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acedido em Junho de 2012.
- BAO**, Ber-Hsien; Bao, Da-Hsien (2004); “*Income Smoothing, Earnings Quality and Firm Valuation*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 31, No.9-10, November, pp.1525-1557.
- BARAKO**, Dulacha G. (2007); “*Determinants of Voluntary Disclosure in Kenyan Companies Annual Reports*”; African Journal of Business Management; Vol.1, No.5, pp.113-128.
- BARCA**, Fabrizio; Becht, Marco (2002) “*The Control of Corporate Europe*”; New York: Oxford University Press, November.

BARLEV, Benzion; Haddad, Joshua R. (2003); “*Fair Value Accounting and the Management of the Firm*”; *Critical Perspectives on Accounting*; Vol. 14, No.4, May, pp.383-415.

BARNEY, Jay B. (1990); “*The Debate Between Traditional Management Theory and Organizational Economics: Substantive Differences or Intergroup Conflict?*”; *Academy of Management Review*; Vol. 15, No.3, July, pp.382-393.

BARNEY, Jay B.; Hesterly, William S. (2011); “*Strategic Management and Competitive Advantages*”; Pearson Prentice Hall, 4th Edition, July.

BARTH, Mary E.; Bell, Timothy B.; Collins, Daniel W.; Crooch, G. Michael; Elliott, John A.; Frecka, Thomas J.; Imhoff Jr., Eugene A.; Landsman, Wayne R.; Stephens, Raymond G. (1994); “*Response to the FASB Prospectus Earnings per Share*”; *Accounting Horizons*; Vol. 8, No.2, June, pp.111-113.

BARTH, Mary E.; Landsman, Wayne R. (2010); “*How Did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?*”; *European Accounting Review*; Vol. 19, No.3, March, pp.399-423.

BARTH, Mary E.; Landsman, Wayne R.; Lang, Mark; Williams, Christopher (2012); “*Are IFRS-based and US GAAP-based Accounting Amounts Comparable?*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 54, No.1, August, pp.68-93.

BARTH, Mary E. (2014); “*Measurement in Financial Reporting: The Need for Concept*”; *Accounting Horizons*; Vol. 28, No.2, June, pp.331-352.

BARTOV, Eli (1993); “*The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation*”; *The Accounting Review*; Vol. 68, No.4, October, pp.840-855.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (1988); “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*”; Bank for International Settlements, June, *vide* www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/BasileiaII, acessado em Agosto de 2012.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2006); “*International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*”; Bank for International Settlements, June, *vide* www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/BasileiaII, acessado em Agosto de 2012.

BASOGLU, Kamile Asli; Hess, Traci J. (2014); “*Online Business Reporting: A Signaling Theory Perspective*”; *Journal of Information Systems*; Vol. 28, No.2, pp.67-101.

BASU, Sanjoy (1975); “*Information Content of Price-Earnings Ratios*”; *Financial Management*; Vol. 4, No.2, Summer, pp.53-64.

BASU, Sanjoy (1977); “*Investment Performance of Common – Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratio - Test of Efficient Market Hypothesis*”; *The Journal of Finance*; Vol. 32, No.3, June, pp.663-682.

BASU, Sudipta (1997); “*The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 24, No.1, December, pp.3-37.

BASU, Sudipta (2005); “*Discussion of Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling*”; *Review of Accounting Studies*; Vol. 10, No.2-3, August, pp.311-321.

BATHIA, Ashok V. (2007); “*New Landscape, New Challenges: Structural Change and Regulation in the U.S. Financial Sector*”; IMF Working Paper 07/195; Fundo Monetário Internacional, August, vide <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07195.pdf>, acessado em Janeiro de 2009.

BAYDOUN, Nabil; Willett, Roger (1995); “*Cultural Relevance of Western Accounting Systems to Developing Countries*”; Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies; Vol. 31, No.1, March, pp.67-92.

BAYLESS, Robert; Cochrane, Jim; Harris, Trevor S.; Leisenring, Jim; McLaughlin, J.; Wirtz, J. P. (1996); “*International Access to US Capital Markets – An AAA Forum on Accounting Policy*”; Accounting Horizons; Vol. 10, No.1, March, pp.75-94.

BAYSINGER, Barry D.; Butler, Henry N. (1985); “*Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*”; Journal of Law, Economics and Organization; Vol. 1, No.1, Spring, pp.101-124.

BCP – Banco Comercial Português (2010); “*Relatório e Contas 2010*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessado em Junho de 2012.

BCP – Banco Comercial Português (2011); “*Relatório e Contas 2011*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessado em Junho de 2012.

BCP – Banco Comercial Português (2012); “*Relatório e Contas 2012*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessado em Junho de 2013.

BEASLEY, Mark S. (1996); “*An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud*”; The Accounting Review; Vol. 71, No.4, October, pp.443-465.

BEASLEY, Mark S.; Carcello, Joseph V.; Hermanson, Dana R. (1999); “*An Analysis of U.S. Public Companies*”; Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997; Research Commissioned by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, March, vide www.coso.org/documents/, acessado em Julho de 2007.

BEASLEY, Mark S.; Carcello, Joseph V.; Hermanson, Dana R.; Neal, Terry L. (2010); “*An Analysis of U.S. Public Companies*”; Fraudulent Financial Reporting: 1998-2007; Research Commissioned by the Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, May, vide www.coso.org/documents/, acessado em Julho de 2008.

BEATTIE, Vivien A.; Brown, Stephen; Ewers, David; John, Brian; Manson, Stuart; Thomas, Dylan; Turner, Michael (1994); “*Extraordinary Items and Income Smoothing: A Positive Accounting Approach*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 21, No.6, September, pp.791-811.

BEATTIE, Vivien A., McInnes, Bill; Fearnley, Stella (2004); “*A Methodology for Analyzing and Evaluation Narratives in Annual Reports: A Comprehensive Descriptive Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes*”; Accounting Forum; Vol. 28, No.3, pp.205-236.

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.

BEATTY, Anne L.; Weber, Joseph P. (2003); “*The Effects of Debt Contracting on Voluntary Accounting Method Changes*”; *The Accounting Review*; Vol. 78, No.1, January, pp.119-142.

BEAVER, William H. (1973); “*What Should be the FASB’s Objectives?*”; *The Journal of Accountancy*; Vol. 136, August, pp.49-56.

BEAVER, William H.; Engel, Ellen E. (1996); “*Discretionary Behaviour With Respect to Allowances for Loan Losses and the Behaviour of Security Prices*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 22, No.1-3, October, pp.177-206.

BEAVER, William H. (1998); “*Financial Reporting: An Accounting Revolution*”; New Jersey: Prentice-Hall International, Englewood Cliffs, 3th Edition.

BEAVER, William H.; McNichols, Maureen F. (1998); “*The Characteristics and Valuation of Loss Reserves of Property-Casualty Insurers*”; *Review of Accounting Studies*; Vol. 3, No.1-2, pp.73-95.

BEAVER, William H.; Ryan, Stephen G. (2000); “*Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-To-Market Ratio to Predict Book Return on Equity*”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 38, No.1, Spring, pp.127-148.

BEAVER, William H.; Ryan, Stephen G. (2005); “*Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling*”; *Review of Accounting Studies*; Vol. 10, No.2-3, December, pp.269-309.

BECHT, Marco (1999); “*European Corporate Governance: Trading of Liquidity Against Control*”; *European Economic Review*; Vol. 43, No.4-6, April, pp.1071-1083.

BECHT, Marco; Mayer, Colin (2000) “*Corporate Control in Europe*”; September, *vide* <http://economics.ouls.ox.ac.uk/11439/1/ccineurope.pdf>, acedido em Setembro de 2007.

BECHT, Marco; Bolton, Patrick; Röell, Ailsa (2002); “*Corporate Governance and Control*”; NBER Working Papers Series No.9371; National Bureau of Economic Research; December, *vide* www.nber.org/papers/w9371.pdf?new_window=1, acedido em Setembro de 2007.

BECHT, Marco; Bolton, Patrick; Röell, Ailsa (2003); “*Corporate Governance and Control*”; Amsterdam: North-Holland; *Handbook of the Economics of Finance*, Vol. 1A.

BECHT, Marco; Bolton, Patrick; Röell, Ailsa (2005); “*Corporate Governance and Control*”; ECGI Finance Working Paper No.02/2002; European Corporate Governance Institute; Updated August, *vide* www.wu.ac.at/europainstitut/iqv/mitarbeiter/gugler/-cg_bechtboltonroell.pdf, acedido em Outubro de 2007.

BECKER, Howard S.; Richards, Pamela (2007); “*Writing for Social Scientist: How to Start and Finish Your Thesis, Book or Article*”; US: The University of Chicago Press; 2th Edition.

BÉDARD, Jean; Chtourou, Sonda M.; Courteau, Lucie (2004); “*The Effect of Audit Committee Expertise, Independence and Activity on Aggressive Earnings Management*”; *Auditing: A Journal of Practice and Theory*; Vol. 23, No.2, September, pp.13-35.

BEIDLEMAN, Carl R. (1973); “*Income Smoothing: the Role of Management*”; *The Accounting Review*; Vol. 48, No.4, October, pp.653-667.

- BELKAOUI**, Ahmed Riahi; Kahl, A. (1978); “*Corporate Financial Disclosure in Canada*”; Research Monograph No.1; Canadian Certified General Accountants Association, Vancouver.
- BELKAOUI**, Ahmed Riahi (1982); “*Judgement Related Issues in Performance Evaluation*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 9, No.4, December, pp.489-500.
- BELKAOUI**, Ahmed Riahi (2001); “*Level of Multinationality, Growth Opportunities and Size as Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures*”; American Business Review; Vol. 19, No.2, June, pp.115-220.
- BELKAOUI**, Ahmed Riahi (2004); “*Accounting Theory*”; Singapore: Thomson Learning, 3th Edition.
- BELL**, Timothy B.; Szykowny, S.; Willingham, J. J. (1991); “*Assessing the Likelihood of Fraudulent Financial Reporting: A Cascaded Logit Approach*”; Working Paper; Montvale, NJ: KPMG Peat Marwick, December, pp.1-23.
- BENDER**, Ruth (2005); “*Recompensas Justas para a Nova Abordagem à Remuneração*”; Especial Corporate Governance, *vide* Diário Económico, Vol. III, pp.VI-VIII.
- BENNETT**, Bruce; Bradbury, Michael E.; Prangnell, Helen (2006); “*Rules, Principles and Judgments in Accounting Standards*”; Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies; Vol. 42, No.2, June, pp.189-204.
- BENSTON**, George J.; Bromwich, Michael; Wagenhofer, Alfred (2006); “*Principles-Versus Rules-Based Accounting Standards: The FASB’s Standards Setting Strategy*”; Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies; Vol. 42, No.2, June, pp.165-188.
- BENSTON**, George J.; Carmichael, Douglas R.; Demski, Joel S.; Dharan, Bala G.; Jamal, Karim; Laux, Robert; Rajgopal, Shiva; Vrana, George (2007); “*The FASB’s Conceptual Framework for Financial Reporting: A Critical Analysis*”; Accounting Horizons; Vol. 21, No.2, June, pp.229-238.
- BERBIA**, Patrícia (2008); “*Evaluación Eficaz del Sistema de Control Interno*”; Flórida: The Institute of Internal Auditors Research Foundation (IIARF).
- BERGER**, Philip G., Ofek, Eli; Yermack, David L. (1997); “*Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions*”, The Journal of Finance; Vol. 52, No.4, September, pp.1411-1438.
- BERGSTRESSER**, Ñ. Daniel; Philippon, Thomas (2005); “*CEO Incentives and Earnings Management*”; Journal of Financial Economics; Vol. 80, No.3, June, pp.511-529.
- BERLE**, Adolf A.; Means, Gardiner C. (1932); “*The Modern Corporation and Private Property*”; S. Paulo: Nova Cultural; Colección Economistas.
- BERNARD**, V. L.; Schipper, Katherine (1994); “*Recognition and Disclosure in Financial Reporting*”; Working Paper, FASB: Financial Reporting Research Conference University of Michigan and University of Chicago, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.
- BERNAL TORRES**, César A. (2010); “*Metodología de la Investigación: Para Administración, Economía, Humanidades y Ciencias Sociales*”; Editora Pearson Educación, 3th Edición.
- BERNSTEIN**, Leopold A. (1999); “*Análisis de Estados Financieros: Teoría, Aplicación e Interpretación*”; México: McGraw-Hill.

BERTHELOT, Sylvie; Cormier, Denis; Magnan, Michel (2003); “*Les Provisions Environnementales et la Gestión Estratégica de Resultados: Une Étude Canadienne*”; Association Francophone de Comptabilité; Comptabilité-Contrôle-Audit; Vol. 9, No.2, pp.109-135.

BERTRAND, Frédéric (2000); “*Les Strategies de Communications Financière des Grandes Sociétés Françaises Cotées: Une Étude Empirique*”; Université de Droit, d’Économie et des Sciences d’Aix Marseille, Working Paper.

BES - Banco Espírito Santo (2012); “*Relatório e Contas 2012*”; in Central de Balanços do Banco de Portugal *vide* www.bportugal.pt/, acedido em Junho de 2014.

BES - Banco Espírito Santo (2013); “*Relatório e Contas 2013*”; in Central de Balanços do Banco de Portugal *vide* www.bportugal.pt/, acedido em Junho de 2014.

BEUREN, Ilse M.; Longaray, A. A.; Raupp, F. M.; Sousa, M. A. B.; Colauto, R. D.; Porton, R. A. B. (2006); “*Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade – Teoria e Prática*”; S. Paulo: Editora Atlas, 3th Edição.

BHATTACHARYA, Nilabhra, Desai, Hemang, Venkataraman, Kumar (2013); “*Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs*”; Contemporary Accounting Research; Vol. 30, No.2, June, pp.482-516.

BLACK, Ervin L.; Sellers, Keith F.; Manly, Tracy S. (1998); “*Earnings Management Using Asset Sales: An International Study of Countries Allowing Noncurrent Asset Revaluation*”; Journal of Business, Finance and Accounting; Vol. 26, No.9-10, November-December, pp.1287-1317.

BLAIR, Margaret M. (1995); “*Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*”; Washington, DC: Brookings Institution.

BLANCO DOPICO, María Isabel; Madrigal, Mónica H.; Guzmán, Beatriz, A. (2009); “*El Buen Gobierno Corporativo y los Requerimientos Informativos sobre los Sistemas de Control Interno y Riesgos: Análisis de la Regulación Española y Portuguesa en Relación a Otros Referentes*”; Revista de Estudos Politécnicos; Vol. 7, No.12, pp.75-97.

BLASS, Asher; Yafeh, Yishay; Yosha, Oved (1998); “*Corporate Governance in an Emerging Market: The Case of Israel*”; Journal of Applied Corporate Finance; Vol. 10, No.4, January, pp.79-89.

BLISS, James H. (1924); “*Management Through Accounts*”; New York: The Ronald Press Company.

BOKPIN, Godfred A.; Arko, Anastacia C. (2009); “*Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Firms: Empirical Evidence From Ghana*”; Studies in Economics and Finance; Vol. 26, No.4, December, pp.246-256.

BONA-SÁNCHEZ, Carolina; Alemán, Jerónimo P.; Martín, Domingo J. Santana (2008); “*Blindage y Capacidad Informativa del Resultado Contable*”; Universia Business Revue; 4.º Trimestre, pp.12-27, *vide* http://ubr.universia.net/pdfs_web/UBR004200812.pdf, acedido em Maio de 2010.

BONACI, Carmen G.; Strouhal, J. (2011); “*Fair Value Accounting and the Regulation of Corporate Reporting*”; Economics and Management; Vol. 16, August, pp.14-20.

BOND, Stephen R. (2002); “*Dynamic Panel Data Models: A Guide to Microdata Methods and Practice*”; Portuguese Economic Journal; Vol. 1, No.2, August, pp.141-162.

BONSÓN PONTE, Enrique; Rodríguez, Tomás Escobar; Rodríguez, Susana Gago (2001); “*Los Sistemas de Reporting Digital: Hacia un Nuevo Enfoque de la Contabilidad Financiera*”; ICAC – Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, Ministerio de Economía y Competitividad. Premio para Trabajos Cortos de Investigación en Contabilidad “*Carlos Cubillo Valverde*”, 4th Edición.

BOOTH, G. Geoffrey; Kallunki, Juha-Pekka; Martikainen, Teppo (1996); “*Post-Announcement Drift and Income Smoothing: Finnish Evidence*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 23, No.8, December, pp.1197-1211.

BORGES, António A. P.; Rodrigues, J. A.; Morgado, J. (2002); “*Contabilidade e Finanças para a Gestão*”; Lisboa: Overgest – Centro de Especialização do ISCTE.

BORGES, António A. P.; Rodrigues, J. A.; Rodrigues, R. P. (2010); “*Elementos de Contabilidade Geral*”; Lisboa: Áreas Editora, 25th Edição, Setembro.

BORITZ, J. Efrim (1990); “*Approaches to Dealing with Risk and Uncertainty*”; Toronto: The Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA).

BORSOTTI, Carlos A. (2009); “*Temas de Metodología de la Investigación en Ciencias Sociales Empíricas*”; Argentina: Editora Miño y Dávila, 2th Edición.

BOSTWICK, Eric D.; Fahnstock, Robert T.; O’Keefe, W. Timothy (2013); “*Effects of Lease Capitalization Techniques on Key Measures of Financial Performance*”; Journal of Finance and Accountancy; Vol. 12, No.7, February, pp.1-12, vide www.aabri.com/manus-cripts/121339.pdf, acedido em Setembro de 2013.

BOTOSAN, Christine A. (1997); “*Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*”; The Accounting Review; Vol. 72, No.3, July, pp.323-349.

BOTOSAN, Christine A.; Plumlee, Marlene A. (2000); “*Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts’ Rankings of Corporate Disclosure*”; University of Utah, Working Paper, January, vide http://papers.ssrn.com/sol3/papers-.cfm?abstract_id=208148, acedido em Julho de 2007.

BPN - Banco Português de Negócios (2006); “*Relatório e Contas 2006*”; in Central de Balanços do Banco de Portugal, vide www.bportugal.pt/, acedido em Junho de 2012.

BPN - Banco Português de Negócios (2007); “*Relatório e Contas 2007*”; in Central de Balanços do Banco de Portugal, vide www.bportugal.pt/, acedido em Junho de 2012.

BPN - Banco Português de Negócios (2008); “*Relatório e Contas 2008*”; in Central de Balanços do Banco de Portugal, vide www.bportugal.pt/, acedido em Junho de 2012.

BRADLEY, Michael; Chen, Dong (2011); “*Corporate Governance and the Cost of Debt: Evidence From Director Limited Liability and Indemnification Provisions*”; Journal of Corporate Finance; Vol. 17, No.1, February, pp.83-107.

BRADSHAW, Mark T.; Bushee, Brian J.; Miller, Gregory S. (2004); “*Accounting Choice, Home Bias and U.S Investment in Non-U.S. Firms*”; Journal of Accounting Research; Vol. 42, No.5, December, pp.795-841.

BRADY, Arlo K. O.; Honey, Garry (2007); “*Corporate Reputation: Perspectives of Measuring and Managing a Principal Risk*”; London: The Chartered Institute of Management Accountants, vide www.cimaglobal.com/, acedido em Setembro de 2011.

BRANCO, Manuel E. Castelo (2006); “*Natureza e Utilidade das Estruturas Conceptuais da Informação Financeira*”; Lisboa: Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas, Revista OTOC; No.75, Junho, pp.22-30.

BRANCO, Manuel E. C.; Rodrigues, Lúcia, L. (2008); “*Social Responsibility Disclosure: A Study of Proxies for the Public Visibility of Portuguese Banks*”; The British Accounting Review; Vol. 40, pp.161-181.

BRANDÃO, Elísio F. M. (2022); “*Finanças*”; Porto: Edição Autor, 10th Edição Revista e Actualizada com o SNC.

BRICKEY, Kathleen F. (2003); “*From Enron to Worldcom and Beyond: Life and Crime After Sarbanes-Oxley*”; pp.357-401, vide <http://lawreview.wustl.edu/inprint/81-2/Brickey>, acedido em Junho de 2010.

BRICKLEY, James A.; James, Christopher M. (1987); “*The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking*”; Journal of Law and Economics; Vol. 30, No.1, April, pp.161-180.

BRICKLEY, James A.; Coles, Jeffrey L.; Terry, Rory L. (1994); “*Outside Directors and the Adoption Poison Pills*”; Journal of Financial Economics; Vol. 35, No.3, June, pp.371-390.

BROWN, Lawrence D.; Lee, Yen-Jung (2006); “*The Impact of SFAS 123R on Changes in Option-Based Compensation*”; September, vide <https://tipie.uiowa.edu/accounting/-mcgladrey/pdf/brown.pdf>, acedido em Dezembro de 2012.

BRUSCA, Isabel (2010); “*Treinta Años de Investigación en Contabilidad y Gestión Pública en España*”; ASEPUC – Spanish Accounting Review; Vol. 13, No.2, July, pp.175-209.

BUCKMASTER, Dale A. (2001); “*Development of Income Smoothing Literature 1893-1998: A Focus on the United States*”; Studies in the Development of Accounting Thought; Vol. 4; WDC: Emerald Group Publishing Limited.

BULLEN, Halsey G.; Crook, Kimberley (2005); “*Revisiting the Concepts – A New Conceptual Framework Project*”; FASB and IASB, May, vide www.fep.up.pt/disciplinas/mbf904/conceptual-%20frameworks_paper.pdf, acedido em Agosto de 2010.

BURNS, Natasha; Kedia, Simi (2006); “*The Impact of Performance-based Compensation on Misreporting*”; Journal of Finance Economics; Vol. 79, No.1, January, pp.35-67.

BUSH, Tim (2005); “*Divided by a Common Language. Where Economics Meets the Law: US versus non-US Financial Reporting Models*”; London: ICAEW – Institute of Chartered Accountants in England and Wales, June.

BUSHEE, Brian J. (1998); “*The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*”; *The Accounting Review*; Vol. 73, No.3, July, pp.305-333.

BUSHEE, Brian J.; Leuz, Christian (2005); “*Economic Consequences of SEC Disclosure Regulation: Evidence From the OTC Bulletin Board*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 39, No.2, June, pp.233-264.

BUSHMAN, Robert M.; Smith, Abbie J. (2001); “*Financial Accounting Information and Corporate Governance*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 32, No.1-3, December, pp.237-333.

BUSHMAN, Robert M.; Smith, Abbie J. (2003); “*Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance*”; *Economic Policy Review*; Vol. 9, No.1, April, pp.65-87.

BUSHMAN, Robert M.; Piotroski, Joseph D.; Smith, Abbie J. (2004); “*What Determines Corporate Transparency?*”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 42, No.2, May, pp.207-252.

BUSHMAN, Robert M.; Chen, Qi; Engel, Ellen; Smith, Abbie J. (2004); “*Financial Accounting Information Organizational Complexity and Corporate Governance Systems*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 37, No.2, June, pp.167-201.

BUZBY, Stephen L. (1975); “*Company Size, Listed versus Unlisted Stocks and the Extent of Financial Disclosure*”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 13, No.1, Spring, pp.16-37.

BVLP – Bolsa de Valores Lisboa e Porto (1995); “*Bolsa Portuguesa, O Que É? Como Funciona?*”; Lisboa: Coleção Divulgação da BVLP.

BYRD, John W.; Hickman, Kent A. (1992); “*Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 32, No.2, October, pp.195-221.

C

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, December, *vide* www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf, acedido em Junho de 2007.

CAHAN, Steven F. (1992); “*The Effect of the Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political Cost Hypothesis*”; *The Accounting Review*; Vol. 67, No.1, January, pp.77-95.

CAI, Jie; Garner, Jacqueline L.; Walkling, Ralph A. (2009); “*Electing Directors*”; *The Journal of Finance*; Vol. 64, No.5, October, pp.2389-2421.

CAIRNS, David (2000) “*El Marco Conceptual: La Experiencia Internacional*” in Tua Pereda, Jorge *et al.* (2000); “*El Marco Conceptual para la Información Financiera: Análisis y Comentarios*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, pp.13-49.

CÂMARA, Paulo (2001); “*O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução*”; *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários (II Parte – Publicação de Estudos por Ocasão do 10º Aniversário da CMVM)*; No.12, pp.45-56, *vide* www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/-Documents, acedido em Dezembro de 2007.

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, *vide* www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents, acedido em Dezembro de 2007.

CAMFFERMAN, Kees; Cooke, Terence E. (2002); “*An Analysis of Disclosure in the Annual Reports of UK and Dutch Companies*”; Journal of International Accounting Research; Vol. 1, No.1, pp.3-30.

CAÑIBANO CALVO, L. (1995); “*Contabilidad – Análisis Contable de la Realidad Económica*”; Madrid: Ediciones Pirámide, 7th Edición.

CAÑIBANO CALVO, L.; Gonzalo Ângulo, J. A. (1997); “*Los Programas de Investigación en Contabilidad*”; in Cañibano Calvo, Leandro *et al.* (1997); “*Teoría Actual de la Contabilidad: Técnicas Analíticas y Problemas Metodológicos*”; Madrid: ICAC – Instituto de Contabilidad e Auditoría de Cuentas, Noviembre, 2th Edición, pp.261-303.

CANNING, John B. (1929); “*The Economics of Accountancy*”; New York: The Ronald Press Company.

CANNON, Tom (1994); “*Corporate Responsibility: A Textbook on Business Ethics, Governance, Environment: Roles and Responsibilities*”; London: Pitman, February.

CAPLAN, Dennis H.; Dutta, Saurav K.; Marcinko, David J. (2012); “*Lehman on the Brink of Bankruptcy: A Case About Aggressive Application of Accounting Standards*”; Issues in Accounting Education – Teaching Notes; Vol. 27, No.2, May, pp.441-459.

CARCELLO, Joseph V.; Neal, Terry L. (2000); “*Audit Committee Composition and Auditor Reporting*”; The Accounting Review; Vol. 75, No.4, October, pp.453-467.

CARCELLO, Joseph V.; Neal, Terry L. (2003); “*Audit Committee Independence and Disclosure: Choice for Financially Distressed Firms*”; Corporate Governance: An International Review; Vol. 11, No.4, October, pp.289-299.

CARLSON, Steven J.; Bathala, Chenchuramaiah T. (1997); “*Ownership Differences and Firms’ Income Smoothing Behavior*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 24, No.2, March, pp.179-196.

CARQUEJA, Hernâni O. (2009); “*CNC foi Autista na Terminologia Adoptada no Sistema de Normalização Contabilística*”; Contabilidade & Empresas; Suplemento Vida Económica, No.1319, Novembro, pp.18.

CARREGUEIRO, Nuno (2014); “*Como Tramar os Pequenos Accionistas – Parte III*”; Jornal de Negócios; 7 de Novembro, pp.2, *vide* www.jornaldenegocios.pt/, acedido em Novembro de 2014.

CASTROMÁN DIZ, Juan Luis; Porto Serantes, Nélida (2005); “*Responsabilidad Social y Control Interno*”; Blumenau: FURB – Revista Universo Contábil; Vol. 1, No.2, Maio-Agosto, pp.86-101.

CEA GARCÍA, José L. (1989) “*Sobre el Deber Ser y el Ser de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados*”, in Cea García, José L. *et al.* (1989); “*Lecturas Sobre Principios Contables: Recopilación de Trabajos de Varios Autores*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Monografía No.13, pp.33-55.

CEA GARCÍA, José L. (1992); *“In Search of a Better and More Complete Accounting Information About the Income Risk”*; Madrid: XV Congress of the European Accounting Association (EAA).

CEA GARCÍA, José L. (1994); *“El Resultado Contable Periódico – Análisis Crítico de la Medición del Excedente Económico Empresarial”*; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.

CEA GARCÍA, José L. (1995); *“La Información Contable sobre el Riesgo Empresarial: Una Necesidad Insatisfecha”*; Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas; Boletín AECA, No.38, pp.34-37.

CEA GARCÍA, José L. (2005); *“El Marco Conceptual del Modelo Contable IASB: Una Visión Crítica Ante la Reforma de la Contabilidad Española”*; Madrid: Centro de Estudios Financieros, 1th Edición.

CELMA SANZ, Jordi (2005); *“El Paradigma del Valor Razonable: Una Reconciliación entre los Principios Contables y de Solvencia Financiera”*; XIII Congreso AECA, Oviedo, 22 a 24 de Septiembre, vide www.aeca.es/xiiicongresoaecca/cd/18a.pdf, accedido em Julho de 2007.

CERF, Alan R. (1961); *“Corporate Reporting and Investment Decisions”*; Public Accounting Research Program; Institute of Business and Economic Research; University of California.

CERNAT, Lucian (2004); *“The Emerging European Model: Anglo-Saxon, Continental, or Still the Century of Diversity?”*; Journal of European Public Policy; Vol. 11, No.1, pp.147-166.

CHAE, Joon (2005); *“Trading Volume, Information Asymmetry and Timing Information”*; The Journal of Finance; Vol. 60, No.1, February, pp.413-442.

CHALAYER-ROUCHON, Sylvie (1994); *“Identification et Motivations des Pratiques de Lissage des Resultants Comptables des Entreprises Françaises Cotées en Bourse”*; These pour le Doctorat en Sciences de Gestion; Décembre, Université de Saint-Etienne.

CHANEY, Paul K.; Faccio, Mara; Parsley, David (2011); *“The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms”*; Journal of Accounting and Economics; Vol. 51, No.1-2, February, pp.58-76.

CHANG, Lucia S.; Most, Kenneth S.; Brain, Carlos W. (1983); *“The Utility of Annual Reports: An International Study”*; Journal of International Business Studies; Vol. 14, No.1, March, pp.63-84.

CHASTEEN, Lanny G.; Flaherty, Richard E.; O’Connor, Melvin C. (1997); *“Intermediate Accounting”*; Boston: Irwin, McGraw-Hill, 6th Edition.

CHAU, Gerald K.; Gray, Sidney J. (2002); *“Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore”*; The International Journal of Accounting; Vol. 37, No.2, pp.247-265.

CHAVENT, Marie; Ding, Yuan; Fu, Linghui; Stolowy, Hervé; Wang, Huiwen (2006); *“Disclosure and Determinants Studies: An Extension Using the Divisive Clustering Method (DIV)”*; European Accounting Review; Vol. 15, No.2, pp.181-218.

CHEN, Carl R.; Steiner, Thomas L.; Whyte, Ann M. (1998); *“Risk-Taking Behaviour and Managerial Ownership in Depository Institutions”*; Journal of Financial Research; Vol. 21, No.1, March, pp.1-16.

CHEN, Carl R.; Steiner, Thomas L. (1999); “*Managerial Ownership and Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Dividend Policy*”; *Financial Review*; Vol. 34, No.1, February, pp.119-136.

CHEN, Charles J. P.; Jaggi, Bikki (2000); “*Association Between Independent Non-executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong*”; *Journal of Accounting and Public Policy*; Vol. 19, No.4-5, Winter, pp.285-310.

CHEN, Jengfang; Duh, Rong-Ruey; Shiue, Fujing N. (2008); “*The Effect of Audit Committees on Earnings-Return Association: Evidence from Foreign Registrants in the United States*”; *Corporate Governance: An International Review*; Vol. 16, No.1, January, pp.32-40.

CHÉRCOLES BLÁZQUEZ, Javier (2000); “*El Informe Hampel sobre el Gobierno Corporativo: El Combined Code*”; *Partida Doble*; No.110, pp.74-79.

CHOY, Amy K.; King, Ronald R. (2005); “*An Experimental Investigation of Approaches to Audit Decision Making: An Evaluation Using Systems – Mediated Mental Models*”; *Contemporary Accounting Research*; Vol. 22, No.2, Summer, pp.311-350.

CHOI, Stephen J.; Fisch, Jill E.; Kahan, Marcel (2011); “*Voting Through Agents: How Mutual Funds Vote on Director Elections*” Working Paper, University of Pennsylvania.

CHOW, Chee W.; Wong-Boren, Adrian (1987); “*Voluntary Financial Disclosures by Mexican Corporations*”; *The Accounting Review*; Vol. 62, No.3, July, pp.533-541.

CHRISMAN, James J.; Chua, Jess H.; Litz, Reginald A. (2004); “*Comparing the Agency Costs of Family and Non-family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence*”; *Entrepreneurship Theory and Practice*; Vol. 28, No.4, June, pp.335-354.

CHRISTENSEN, John; Demski, Joel S. (2007); “*Anticipatory Reporting Standards*”; *Accounting Horizons*; Vol. 21, No.4, December, pp.351-370.

CHRISTENSEN, Peter O.; Feltham, Gerald A.; Sabac, Florin (2005); “*A Contracting Perspective on Earnings Quality*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 39, No.2, June, pp.265-294.

CICA – Canadian Institute of Chartered Accountants (1995); “*Performance Measures in the New Economy*”; Canadian Institute of Chartered Accountants, *vide* <http://cpri.matrixlinks.ca/Archive/-PMNE/PerfMeasNE.html>, acedido em Junho de 1999.

CICA – Canadian Institute of Chartered Accountants (2008); “*Corporate Reporting to Stakeholders*”; Toronto: Canadian Institute of Chartered Accountants; CICA Research Studies, *vide* www.cica.ca/focus-on-practice-areas/sustainability/cica-publications-and-activities/, acedido em Julho de 2010.

CIMPOR – Cimentos de Portugal, SGPS, SA. (2010), “*Relatório Financeiro Intercalar Consolidado do 1º Trimestre de 2010*”, versão em português e inglês, *vide* www.cmvm.pt/, acedido em Junho de 2011.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, *vide* www.cmvm.pt/, acedido em Dezembro de 2014.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (1995); “*A Situação Geral dos Mercados de Valores Mobiliários*”; Lisboa: vide www.cmvm.pt/, acessido em Março de 2007.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (1996); “*A Situação Geral dos Mercados de Valores Mobiliários*”; Lisboa: vide www.cmvm.pt/, acessido em Março de 2007.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (1999); “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”; vide www.cmvm.pt/, acessido em Março de 2007.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2001a); “*Recomendações relativas ao exercício do voto por correspondência nas sociedades abertas*”, Fevereiro de 2001, vide www.cmvm.pt/, acessido em Março de 2007.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2001b); “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”; Regulamento n.º 7/2001, Dezembro de 2001, vide www.cmvm.pt/, acessido em Março de 2007.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2003); “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”; Novembro de 2003, vide www.cmvm.pt/, acessido em Março de 2007.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005); “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*”; Novembro de 2005, vide www.cmvm.pt/, acessido em Março de 2007.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2007); “*Código do Governo das Sociedades Cotadas*”; Regulamento n.º 1/2007; Lisboa: Boletim da CMVM n.º 175, Novembro, publicado no Diário da República, II Série, de 21 de Novembro, vide www.cmvm.pt/, acessido em Junho de 2010.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2008); “*Controlo Interno*”; Regulamento n.º 3/2008; Lisboa: Boletim da CMVM n.º 182, Junho, publicado no Diário da República, II Série, de 3 de Julho, vide www.cmvm.pt/, acessido em Junho de 2010.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2008); “*Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*”; vide www.cmvm.pt/, acessido em Março de 2011.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2010); “*Código do Governo das Sociedades Cotadas*”; Regulamento n.º 1/2010; Lisboa: CMVM, Janeiro, publicado no Diário da República, II Série, de 1 de Fevereiro, vide www.cmvm.pt/, acessido em Agosto de 2011.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2012a); “*Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*”; vide www.cmvm.pt/, acessido em Outubro de 2012.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2012b); “*Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*”; vide www.cmvm.pt/, acessido em Fevereiro de 2013.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2013); “*Governo das Sociedades Cotadas*”; Regulamento n.º 4/2013; Lisboa: CMVM, Julho, publicado no Diário da República, II Série, de 4 de Agosto, vide www.cmvm.pt/, acessido em Agosto de 2013.

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2014); “*Código dos Valores Mobiliários*”; Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro. Contém as alterações introduzidas pelos Decretos-Lei n.º 61/2002, de 20 de Março, n.º 38/2003, de 8 de Março, n.º 107/2003, de 4 de Junho, n.º 183/2003, de 19 de Agosto, n.º 66/2004, de 24 de Março, n.º 52/2006, de 15 de Março, n.º 219/2006, de 2 de Novembro, n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro e n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, pelo Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de Maio e pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, Lei n.º 46/2011, de 24 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 85/2011, de 29 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de Fevereiro, pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de Maio, pelo Decreto-Lei n.º 29/2014, de 25 de Fevereiro, pelo Decreto-Lei n.º 40/2014, de 18 de Março, e pelo Decreto-Lei n.º 88/2014, de 6 de Junho, *vide* www.cmvm.pt/, acedido em Julho de 2014.

CNC – Comissão de Normalização Contabilística, *vide* www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Dezembro de 2014.

CNMV – Comisión Nacional del Mercados de Valores, *vide* www.cnmv.es/, acedido em Janeiro de 2015.

CNMV – Comisión Nacional del Mercados de Valores (2010); “*Control Interno sobre la Información Financiera en las Entidades Cotizadas*”; Madrid: Junio *vide* www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Grupo/Control interno sciifc.pdf, acedido em Outubro de 2012.

CNMV – Comisión Nacional del Mercados de Valores (2011); “*Informe Anual de Gobierno Corporativo de las Compañías del IBEX 35*”; Madrid: *vide* www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=22, acedido em Outubro de 2012.

CNMV – Comisión Nacional del Mercados de Valores (2013); “*Guía para la Elaboración del Informe de Gestión de las Entidades Cotizadas*”; Madrid: *vide* www.cnmv.es/DocPortal/DocFase-Consulta/CNMV/GuiaInformeGestion.pdf, acedido em Maio de 2013.

CNMV – Comisión Nacional del Mercados de Valores (2014); “*Informe Anual de Remuneraciones de los Consejeros de las Sociedades Cotizadas – Ejercicio 2013*”; *vide* www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Remuneraciones Cotizadas 2013.pdf, acedido em Janeiro de 2015.

COCO, Giuseppe (2000); “*On the Use of Collateral*”; Journal of Economic Surveys; Vol. 14, No.2, April, pp.191-214.

COHEN, Jeffrey R.; Krishnamoorthy, Ganesh; Wright, Arnold M. (2004); “*The Corporate Governance Mosaic and Financial Reporting Quality*”; Journal of Accounting Literature; Vol. 23, pp.87-152.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (1978); “*Relativa às Contas Anuais de Certas Formas de Sociedades*”; conhecida por “*Quarta Directiva*”; Directiva n.º 78/660/CEE, do Conselho, de 25 de Julho, publicado no Jornal Oficial das Comunidades Europeias L 222, de 14 de Agosto, pp.11-31, *vide* www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (1983); “*Relativa às Contas Consolidadas*”; conhecida por “*Sétima Directiva*”; Directiva n.º 83/349/CEE, do Conselho, de 13 de Junho, publicado no Jornal Oficial das Comunidades Europeias L 193, de 18 de Julho, pp.1-17, vide www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (2002a); “*Relativo à Aplicação das Normas Internacionais de Contabilidade*”; Bruxelas: Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho, publicado no Jornal Oficial das Comunidades Europeias L 243, de 11 de Setembro, pp.1-4, vide www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (2002b); “*A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*”; Bruxelles: The High Level Group of Company Law Experts; vide http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/consult_en.pdf, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (2003a); “*Que Altera as Directivas n.º 78/660/CEE, n.º 83/349/CEE, n.º 86/635/CEE e n.º 91/674/CEE do Conselho Relativas às Contas Anuais e às Contas Consolidadas de Certas Formas de Sociedades, Bancos e Outras Instituições Financeiras e Empresas de Seguros*”; conhecida por “*Directiva da Modernização Contabilística*”; Luxemburgo: Directiva n.º 2003/51/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Junho, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 178, de 17 de Julho, pp.16-22, vide www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (2003b); “*Que Adota Certas Normas Internacionais de Contabilidade, nos Termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho*”; Regulamento (CE) n.º 1725/2003 da Comissão, de 21 de Setembro, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 261, de 13 de Outubro, pp.1-420, vide www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (2003c); Comentários sobre Regulamento n.º 1606/2002, Novembro, vide www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS (2004); “*Relativa à Harmonização dos Requisitos de Transparência no que se Refere às Informações Respeitantes aos Emitentes cujos Valores Mobiliários estão Admitidos à Negociação num Mercado Regulamentado e que Altera a Directiva n.º 2001/34/CE*”; conhecida por “*Directiva da Transparência*”; Estrasburgo: Directiva n.º 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de Dezembro, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 390, de 31 de Dezembro, pp.38-57, vide www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO EUROPEIA (2005); “*Relativa ao Papel dos Administradores Não Executivos ou Membros do Conselho de Supervisão de Sociedades Cotadas e aos Comitês do Conselho de Administração ou de Supervisão*”; Bruxelas: Recomendação da Comissão n.º 2005/162/CE, de 15 de Fevereiro, publicada no Jornal Oficial da União Europeia L 52, em 25 de Fevereiro, pp.51-63, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Agosto de 2011.

COMISSÃO EUROPEIA (2006a); “*Relativa à Revisão Legal das Contas Anuais e Consolidadas, que Altera as Directivas n.º 78/660/CEE e n.º 83/349/CEE do Conselho e que revoga a Directiva n.º 84/253/CEE do Conselho*”; Estrasburgo: Directiva n.º 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Maio, publicada no Jornal Oficial da União Europeia L 157, de 9 de Junho, pp.87-107, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Junho de 2011.

COMISSÃO EUROPEIA (2006b); “*Que Altera a Directiva n.º 78/660/CEE do Conselho Relativa às Contas Anuais de Certas Formas de Sociedades, a Directiva n.º 83/349/CEE do Conselho Relativa às Contas Consolidadas, a Directiva n.º 86/635/CEE do Conselho Relativa às Contas Anuais e às Contas Consolidadas dos Bancos e Outras Instituições Financeiras e a Directiva n.º 91/674/CEE do Conselho Relativa às Contas Anuais e às Contas Consolidadas das Empresas de Seguros*”; Estrasburgo: Directiva n.º 2006/46/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 224, de 16 de Agosto, pp.1-7, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO EUROPEIA (2008); “*Que Adota Determinadas Normas Internacionais de Contabilidade nos Termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho*”; Bruxelas: Regulamento (CE) n.º 1126/2008 da Comissão, de 3 de Novembro, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 320, de 29 de Novembro, pp.1-481, vide <http://eur-lex.europa.eu/> acedido em Junho de 2009.

COMISSÃO EUROPEIA (2011); “*Livro Verde: O Quadro da UE do Governo das Sociedades*”; Bruxelas, Comissão Europeia, 5 de Abril; vide http://europa.eu/-documentation/official-docs/green-papers/index_pt.htm#2011, acedido em Março de 2012.

COMISSÃO EUROPEIA (2013a); “*Que Altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008 que Adota Certas Normas Internacionais de Contabilidade nos Termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que Diz Respeito aos Melhoramentos Anuais Introduzidos nas Normas Internacionais de Relato Financeiro, Ciclo de 2009-2011*”; Bruxelas: Regulamento (UE) n.º 301/2013 da Comissão, de 27 de Março, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 90, de 28 de Março, pp.78-95, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Maio de 2013.

COMISSÃO EUROPEIA (2013b); “*Relativa às Demonstrações Financeiras Anuais, às Demonstrações Financeiras Consolidadas e aos Relatórios Conexos de Certas Formas de Empresas, Que Altera a Directiva n.º 2006/43/CE do Parlamento Europeu e do Conselho e Revoga as Directivas n.º 78/660/CEE e n.º 83/349/CEE do Conselho*”; Bruxelas: Directiva n.º 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 26 de Junho, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 182, de 29 de Junho, pp.19-76, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Julho de 2013.

COMISSÃO EUROPEIA (2013c); “*Que Altera a Directiva n.º 2004/109/CE do Parlamento Europeu e do Conselho Relativa à Harmonização dos Requisitos de Transparência no que se Refere às Informações Respeitantes aos Emitentes Cujos Valores Mobiliários estão Admitidos à Negociação num Mercado Regulamentado, a Directiva n.º 2003/71/CE do Parlamento Europeu e do Conselho Relativa ao Prospecto a Publicar em Caso de Oferta Pública de Valores Mobiliários ou da sua Admissão à Negociação e a Directiva n.º 2007/14/CE da Comissão que Estabelece as Normas de Execução de Determinadas Disposições da Directiva 2004/109/CE*”; Estrasburgo: Directiva n.º 2013/50/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de Outubro, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 294, de 6 de Novembro, pp.13-27, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Janeiro de 2014.

COMISSÃO EUROPEIA (2014); “*Que Altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que Adota Certas Normas Internacionais de Contabilidade nos Termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz Respeito às Normas Internacionais de Relato Financeiro 3 e 13 e às Normas Internacionais de Contabilidade 40*”; Bruxelas: Regulamento (UE) n.º 1361/2014 da Comissão, de 18 de Dezembro de 2014, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 365, de 19 de Dezembro, pp.120-123, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Janeiro de 2015.

COMISSÃO EUROPEIA (2015a); “*Que Altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que Adota Certas Normas Internacionais de Contabilidade nos Termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz Respeito às Normas Internacionais de Relato Financeiro 2, 3 e 8 e às Normas Internacionais de Contabilidade 16, 24 e 38*”; Bruxelas: Regulamento (UE) n.º 2015/28 da Comissão, de 17 de Dezembro de 2014, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 5, de 9 de Janeiro, pp.1-10, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Janeiro de 2015.

COMISSÃO EUROPEIA (2015b); “*Que Altera o Regulamento (CE) n.º 1126/2008, que Adota Certas Normas Internacionais de Contabilidade nos Termos do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, no que diz Respeito à Norma Internacional de Contabilidade 19*”; Bruxelas: Regulamento (UE) n.º 2015/29 da Comissão, de 17 de Dezembro de 2014, publicado no Jornal Oficial da União Europeia L 5, de 9 de Janeiro, pp.11-13, vide <http://eur-lex.europa.eu/>, acedido em Janeiro de 2015.

CONTHE, Manuel *et al.* (2006); “*Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*”; Madrid: CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores, Mayo, vide www.cnmv.es/, acedido em Maio de 2008.

CONYON, Martin; Gregg, Paul; Machin, Stephen (1995); “*Taking Care of Business: Executive Compensation in the United Kingdom*”; The Economic Journal; Vol. 105, No.430, May, pp.704–714.

COOKE, Terence E. (1989a); “*Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies*”; Accounting and Business Research; Vol. 19, No.74, Spring, pp.113-124.

COOKE, Terence E. (1989b); “*Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies*”; Journal of International Financial Management and Accounting; Vol. 1, No.2, June, pp.171-195.

COOKE, Terence E.; Wallace, R. S. Olusegun (1990); “*Financial Disclosure Regulation and Its Environment: A Review and Further Analysis*”; Journal of Accounting and Public Policy; Vol. 9, No.2, Summer, pp.79-110.

COOKE, Terence E. (1992); “*The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations*”; Accounting and Business Research; Vol. 22, No.87, pp.229-237.

COOKE, Terence E. (1998); “*Regression Analysis in Accounting Disclosures Studies*”; Accounting and Business Research; Vol. 28, No.3, pp.209-224.

COOKE, Terence E.; Wallace, R. S. Olusegun (1990); “*Financial Disclosure Regulation and Its Environment: A Review and Further Analysis*”; Journal of Accounting and Public Policy; Vol. 9, No.2, Summer, pp.79-110.

COOMBS, Paul; Watson, Mark (2001); “*Corporate Reform in the Developing World*”; The McKinsey Quarterly; No.4, pp.89-92.

COOPERS & LYBRAND (1997); “*Los Nuevos Conceptos del Control Interno: Informe COSO*”; Madrid: Ediciones Díaz de Santos.

CORE, John E.; Guay, Wayne R.; Larker, David F. (2003); “*Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey*”; Economic Policy Review; Vol. 9, No.1, April, pp.27-50.

CORMIER, Denis; Magnan, Michel; Morard, Bernard (2000); “*The Contractual and Value Relevance of Reported Earnings in a Dividend-Focused Environment*”; *The European Accounting Review*; Vol. 9, No.3, pp.387-417.

CORNETT, Marcia M.; Marcus, Alan J.; Tehranian, Hassan (2008); “*Corporate Governance and Pay-for-Performance: The Impact of Earnings Management*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 87, No.2, February, pp.357-373.

CORREIA, Miguel, J. A. Pupo (2011); “*Direito Comercial – Direito da Empresa*”; Lisboa: Ediforum Edições Jurídicas; 12th Edição, Revista e Atualizada, Setembro.

CORREIA, Paulo J. J. (2012); “*Política de Dividendos nas Empresas Cotadas – Evidência em Países Civil Law*”; Dissertação de Mestrado na Área de Análise Financeira, apresentada no Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra (ISCAC).

COSO – Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (1992); “*Internal Control – Integrated Framework*”; New Jersey, vide www.coso.org/documents, acedido em Abril de 2007.

COSO – Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2004); “*Gestión de Riesgos Corporativos*”; Marco Integrado, Trad. Instituto de Auditores Internos de España, PricewaterhouseCoopers, New Jersey.

COSO – Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2011); “*Internal Control – Integrated Framework*”; December, vide www.coso.org/documents, acedido em Abril de 2012.

COSO – Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (2012); “*Internal Control – Integrated Framework*”; September, vide www.coso.org/documents, acedido em Janeiro de 2013.

COSTA, Carlos Baptista (2010); “*Auditoria Financeira – Teoria e Prática*”; Lisboa: Editora Rei dos Livros, 9th Edição, Setembro.

COSTA, Carlos Baptista; Alves, G. Correia (2013); “*Contabilidade Financeira*”; Lisboa: Editora Rei dos Livros, 8th Edição, Janeiro.

COSTA, J. Almeida; Melo, A. Sampaio (2001); “*Dicionário da Língua Portuguesa*”; Porto: Porto Editora, 8th Edição Revista e Atualizada, Abril.

COTRELL, Allin, Lucchetti, Riccardo J. (2014); “*Gretl User’s Guide*”, November, vide <http://gretl.sourceforge.net/gretl-help/gretl-guide.pdf>, acedido em Novembro de 2014.

COURTIS, John K. (2000); “*Expanding The Future Financial Corporate Reporting Package*”; *Accounting Forum*; Vol. 24, No.3, September, pp.248-263.

COWEN, Scott S.; Ferreri, Linda B.; Parker, Lee D. (1987); “*The Impact of Corporate Characteristics on Social Responsibility Disclosure: A Typology and Frequency-Based Analysis*”; *Accounting, Organizations and Society*; Vol. 12, No.2, pp.111-122.

CRASWELL, A. T.; Taylor, S. L. (1992); “*Discretionary Disclosure of Reserve by Oil and Gas Companies: An Economic Analysis*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 19, pp.295-308.

CRAVO, Domingos S. (1991); “*Considerações em Torno do Paradigma da Utilidade*”; Aveiro: Actas das IV Jornadas de Contabilidade; ISCAA – Instituto Superior de Contabilidade e Administração, pp.303-322.

CRAVO, Domingos S.; Silva, I.; Grenha, C.; Colaço, P.; Pontes, S. (2000); “*Da Teoria da Contabilidade às Estruturas Conceptuais*”; Aveiro: Instituto Superior de Contabilidade e Administração/Revista Estudos do ISCAA, pp.71-78.

CRAVO, Domingos S.; Silva, I.; Grenha, C.; Colaço, P.; Pontes, S. (2009); “*Novo Sistema de Normalização Contabilística – Alterações Introduzidas após o Processo de Audição Pública*”; Comissão de Acompanhamento do Novo Sistema de Normalização Contabilística; Lisboa: Revista TOC; No.110, Maio, pp.38-44.

CRESPO DOMÍNGUEZ, Miguel Ángel (2008); “*Información Financiera y Análisis de Estados Financieros*”; 2th Edición.

CRESPO DOMÍNGUEZ, Miguel Ángel (2010); “*La Empresa: Información Financiera y Gobierno Corporativo*”; Universidade de Vigo, Lección Inaugural Curso 2010/2011.

CRESPO RODRÍGUEZ, M.; Jiménez, A. Z. (2005); “*Transparencia y Buen Gobierno: Su Regulación en España*”; Madrid: Editora La Ley.

CROWTHER, David; Seifi, Shahla (2011); “*Corporate Governance and International Business*”; London: Ventus Publishing ApS, vide <http://bookboon.com/en/textbooks/-management-organisation/corporate-governance-and-international-business>, accedido em Janeiro de 2013.

CUERVO GARCÍA, Álvaro; Fernández, Ana I.; Ansón, Silvia G. (2002); “*Mecanismos Externos de Control de la Empresa: El Papel de los Bancos y el Mercado de Control en Entornos de Baja Protección del Inversor*”; Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía, Vol. 50, 2.º Cuatrimestre, pp.57-73.

CUNHA, P. Olavo (2010); “*Direito das Sociedades Comerciais*”; Coimbra: Edições Almedina, 4th Edição, Maio.

CUNNINGHAM, Lawrence A. (2007); “*A Prescription to Retire the Rethoric of Principles-Based Systems in Corporate Law, Securities Regulation and Accounting*”; Vanderbilt Law Review; Vol. 60, No.5, October-November, pp.1409-1493.

D

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.

DAVIS, Gerald F.; Cobb, J. Adam (2010); “*Resource Dependence Theory: Past and Future*”; Emerald Group; Stanford’s Organization Theory Renaissance 1970-2000; Chapter 2, Vol. 28, pp.21-42.

DAVIS, James H.; Schoorman, F. David; Donaldson, Lex (1997); “*Toward a Stewardship Theory of Management*”; The Academy of Management Review; Vol. 22, No.1, January, pp.20-47.

DEAN, Graeme; Clarke, Frank (2005); “*True and Fair and Fair Value – Accounting and Legal Will-o’-the-Wisps*”; *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*; Vol. 41, No.2, June, pp.i-viii.

DeANGELO, Harry; DeAngelo, Linda E. (2006); “*The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 79, No.2, February, pp.293-316.

DECHOW, Patricia M.; Sloan, Richard G. (1991); “*Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 14, No.1, March, pp.51-89.

DECHOW, Patricia M. (1994); “*Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 18, No.1, July, pp.3-42.

DECHOW, Patricia M.; Sloan, Richard G.; Sweeney, Amy P. (1995); “*Detecting Earnings Management*”; *The Accounting Review*; Vol. 70, No.2, April, pp.193-225.

DECHOW, Patricia M.; Hutton, Amy P.; Sloan, Richard G. (1996a); “*Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation*”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 34, Supplement, pp.1-20.

DECHOW, Patricia M.; Sloan, Richard G.; Sweeney, Amy P. (1996b); “*Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC*”; *Contemporary Accounting Research*; Vol. 13, No.1, Spring, pp.1-36.

DECHOW, Patricia M.; Kothari, S. P.; Watts, Ross L. (1998); “*The Relation Between Earnings and Cash Flows*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 25, No.2, May, pp.133-168.

DECHOW, Patricia M.; Skinner, Douglas J. (2000); “*Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners and Regulators*”; *Accounting Horizons*; Vol. 14, No.2, June, pp.235-250.

DECHOW, Patricia M.; Dichev, Ilia D. (2002); “*The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors*”; *The Accounting Review*; Vol. 77, No.s-1, Supplement, pp.35-59.

DECHOW, Patricia; Ge, Weili; Schrand, Catherine (2010); “*Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 50, No.2-3, December, pp.344-401.

DELOITTE (2012); “*IFRSs in Your Pocket 2012*”; Deloitte Touche Tohmatsu Limited.

DEHAENE, Alexander; De Vuyst, Veerle; Ooghe, Hubert (2001); “*Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies*”; *Long Range Planning*, Vol. 34, No.3, June, pp.383-398.

DEMSETZ, Harold; Villalonga, Belén (2001); “*Ownership Structure and Corporate Performance*”; *Journal of Corporate Finance*; Vol. 7, pp.209-233.

DEPOERS, Florence (2000); “*A Cost Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence From French Listed Companies*”; *The European Accounting Review*; Vol. 9, No.2, pp.245-263.

DENIS, Diane K.; McConnell, John J. (2003); “*International Corporate Governance*”; Journal of Financial and Quantitative Analysis; Vol. 38, No.1, March, pp.1-36.

DEY, Aiysha (2008); “*Corporate Governance and Agency Conflicts*”; Journal of Accounting Research; Vol. 46, No.5, December, pp.1143-1181.

DeZOORT, F. Todd; Hermanson, Dana R.; Archambeault, Deborah S.; Reed, Scott A. (2002); “*Audit Committee Effectiveness: A Synthesis of the Empirical Audit Committee Literature*”; Journal of Accounting Literature; Vol. 21, pp.38-75.

DHALIWAL, Dan S.; Gleason, Cristi A.; Mills, Lillian F. (2004); “*Last-Chance Earnings Management: Using the Tax Expense to Meet Analysts’ Forecasts*”; Contemporary Accounting Research; Vol. 21, No.2, Summer, pp.431-459.

DHALIWAL, Dan S.; Radhakrishnan, Suresh; Tsang, Albert; Yang, Yong G. (2012); “*Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure*”; The Accounting Review; Vol. 87, No.3, May, pp.723-759.

DIAMOND, Douglas W.; Verrecchia, Robert E. (1991); “*Disclosure, Liquidity and the Cost of Capital*”; The Journal of Finance; Vol. 46, No.4, September, pp.1325-1359.

DIÁRIO ECONÓMICO, www.economico.sapo.pt/ acedido em Janeiro de 2015

DÍEZ ESTEBAN, José M.; Gómez, Conrado D. García; López-Iturriaga, Félix J. (2013); “*Evidencia Internacional sobre la Influencia de los Grandes Accionistas en el Riesgo Corporativo*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 42, No.160, Octubre-Diciembre, pp.487-511.

DONALDSON, Lex (1985); “*In Defence of Organization Theory, A Reply to the Critics*”; Cambridge: Cambridge University Press.

DONALDSON, Lex (1990a); “*The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory*”; Academy of Management Review; Vol. 15, No.3, July, pp.369-381.

DONALDSON, Lex (1990b); “*A Rational Basis For Criticisms of Organizational Economics: A Reply to Barney*”; Academy of Management Review; Vol. 15, No.3, July, pp.394-401.

DONALDSON, Lex; Davis, James H. (1991); “*Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns*”; Australian Journal of Management; Vol. 16, No.1, June, pp.49-65.

DONNELLY, Raymond; Lynch, Caitriona (2002); “*The Ownership Structure of UK Firms and the Informativeness of Accounting Earnings*”; Accounting and Business Research; Vol. 32, No.4, pp.245-257.

DREES, Johannes M.; Heugens, Pursey P. M. A. R. (2013); “*Synthesizing and Extending Resource Dependence Theory: A Meta-Analysis*”; Journal of Management; Vol. 39, No.6, February, pp.1666-1698.

DULEWICZ, Victor; Herbert, Peter (2004); “*Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear Any Relationship to the Performance of their Companies?*”; Corporate Governance: An International Review; Vol. 12, No.3, July, pp.263-280.

DUNLOP, Alex (1999); “*Corporate Governance and Control*”; London: CIMA Publishing, January.

DUNNE, Theresa; Helliar, Christine; Power, David (2010); “*Na Analysis of UK Firms’ Disclosures about Derivatives Usage un Their Corporate Reports*”; International Journal of Accounting and Finance; Vol.2, No.3-4, pp.237-253.

E

EASLEY, David; O’Hara, Maureen (2004); “*Information and the Cost of Capital*”; The Journal of Finance; Vol. 59, No.4, August, pp.1553-1583.

ECKEL, Norm (1981); “*The Income Smoothing Hypothesis Revisited*”; Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies; Vol. 17, No.1, June, pp.28-40.

EDP – Energias de Portugal (2010); “*Relatório e Contas 2010*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessido em Junho de 2012.

EDP – Energias de Portugal (2011); “*Relatório e Contas 2011*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessido em Junho de 2012.

EDP – Energias de Portugal (2012); “*Relatório e Contas 2012*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessido em Junho de 2013.

EGUIDAZU MAYOR, Santiago (1999); “*Creación de Valor y Gobierno de la Empresa*”; Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Enciclopédia Luso-Brasileira de Cultura; Lisboa: Editorial Verbo, Vol.7.

ENG, Li Li; Hong, K. F.; Ho, Y. K. (2001); “*The Relation Between Financial Statement Disclosures and the Cost of Equity Capital of Singapore Firms*”; Accounting Research Journal; Vol. 14, No.1, March, pp.35-48.

ENG, Li Li; Mak, Y. T. (2003); “*Corporate Governance and Voluntary Disclosure*”; Journal of Accounting and Public Policy; Vol. 22, No.4, July-August, pp.325-345.

EISENHARDT, Kathleen M. (1989); “*Agency Theory: An Assessment and Review*”; The Academy of Management Review; Vol. 14, No.1, January, pp.57-74.

EPPS, Ruth W. (2006); “*Corporate Governance and Earnings Management: The Effects of Board Composition, Size, Structure and Board Policies on Earnings Management*”; SSRN, September, vide http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929312, acessido em Julho 2008.

EPPS, Ruth W.; Ismail, Tariq H. (2009); “*Board of Directors’ Governance Challenges and Earnings Management*”; Journal of Accounting and Organizational Change; Vol. 5, No.3, September, pp.390-416.

EPSTEIN, Barry J.; Mirza, Abbas Ali (1999); “*IAS 99 for Windows – Interpretation and Application of International Accounting Standards*”; New York – US: John Wiley & Sons, Inc.

ERICKSON, Merle; Hanlon, Michelle; Maydew, Edward L. (2006); “*Is There a Link Between Executive Equity Incentives and Accounting Fraud?*”; Journal of Accounting Research; Vol. 44, No.1, March, pp.113-143.

ERNST & YOUNG; [www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Muster-Konzern-Zwischenabschluss_2009/\\$FILE/Muster-Konzern-Zwischenabschluss%202009.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Muster-Konzern-Zwischenabschluss_2009/$FILE/Muster-Konzern-Zwischenabschluss%202009.pdf) acedido em Maio 2012.

ESMA - European Securities and Markets Authority (2013); “*Joint Committee Report on Risks and Vulnerabilities in the EU Financial System*”; August, vide www.esma.europa.eu/content/Joint-Committee-report-risks-and-vulnerabilities-EU-financial-system-March-2013, acedido em Setembro de 2013.

EVAN, William M. (1993); “*Organization Theory: Research and Design*”; New York: Prentice-Hall College Div, January.

F

FACCIO, Mara; Lang, Larry H. P.; “*The Ultimate Ownership of Western European Corporations*”; Journal of Financial Economics; Vol. 65, No.3, September, pp.365-395.

FAHNESTOCK, Robert T.; Bostwick, Eric D. (2011); “*An Analysis of the Fair Value Controversy*”; Journal of Finance and Accountancy; Vol. 8, No.7, December, pp.1-12, vide www.aabri.com/manuscripts/11931.pdf, acedido em Janeiro de 2013.

FAMA, Eugene F. (1980); “*Agency Problems and the Theory of the Firm*”; The Journal of Political Economy; Vol. 88, No.2, April, pp.288-307.

FAMA, Eugene F.; Jensen, Michael C. (1983); “*Separation of Ownership and Control*”; Journal of Law and Economics; Vol. 26, No.2, June, pp.301-325.

FAN, Joseph P. H.; Wong, T. J. (2002); “*Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 33, No.3, August, pp.401-425.

FARAH, Míguel Ángel (2010); “*Sistema de Control Interno de la Información Financiera*”; Instituto de Auditores Internos de España; Vol. 26, No.92, pp.10-13.

FARINHA, Jorge (2003); “*Corporate Governance – A Survey of the Literature*”; Working Paper No.2003-06; Social Science Research, vide www.bvc.cv/documento/corporate%20-governance%20an%20survey%20of%20the%20literature.pdf, acedido em Julho de 2007.

FASAC – Financial Accounting Standards Advisory Council (2004); “*Revisiting the FASB’s Conceptual Framework*”; vide http://72.3.243.42/fasac/conceptual_frame_work.pdf, acedido em Junho de 2010.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1975); Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 5 – “*Accounting for Contingencies*”; Connecticut: March, vide www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1976a); “*Scope and Implications of the Conceptual Framework Project*”; Connecticut, vide www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1976b); Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 13 – “*Accounting for Leases*”; Connecticut: November, vide www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1978); Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) n.º 1 – “*Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*”; Connecticut: November, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1980a); Statement Of Financial Accounting Concepts (SFAC) n.º 2 – “*Qualitative Characteristics of Accounting Information*”; Connecticut: May, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1980b); Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) n.º 3 – “*Elements of Financial Statements of Business Enterprises*”; Connecticut: December, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1980c); Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) n.º 4 – “*Objectives of Financial Reporting by Nonbusiness Organizations*”; Connecticut: December, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1984); Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) n.º 5 – “*Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*”; Connecticut: December, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1985); Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) n.º 6 – “*Elements of Financial Statements – a Replacement of FASB Concepts Statement n.º 3 (Incorporating an Amendment of FASB Concepts Statement n.º 2)*”; Connecticut: December, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1990); Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 105 – “*Disclosure of Information about Financial Instruments with Off-Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk*”; Connecticut: March, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1995); Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 123 – “*Accounting for Stock-Based Compensation*”; Connecticut: October, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (1997); Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 130 – “*Reporting Comprehensive Income*”; Connecticut: June, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2000); Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) n.º 7 – “*Using Cash Flow Information and Present Value in Accounting Measurements*”; Connecticut: February, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2001); “*Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure*”; Steering Committee Report; Business Reporting Research Project, January.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2004); Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 123 (Revised 2004) – “*Shared-Based Payment*”; Connecticut: December, *vide* www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2006); Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 157 – “*Fair Value Measurements*”; Original Pronouncements As Amended; Connecticut: September, vide www.fasb.org/, acedido em Junho de 2007.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2008); Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) n.º 161 – “*Disclosures About Derivative Instruments and Hedging Activities*”; Norwalk: March, vide www.fasb.org/, acedido em Julho de 2009.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2009a); Accounting Standards Codification; “*Notice to Constituents (v 1.05)*”; January 16, vide www.fasb.org/, acedido em Janeiro de 2010.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2009b); Accounting Standards Update n.º 2009-01 – “*Topic 105 – Generally Accepted Accounting Principles*” – Amendments Based on Statement of Financial Accounting Standards n.º 168 – The FASB Accounting Standards CodificationTM and the Hierarchy of Generally Accepted Accounting Principles; Connecticut: June, vide www.fasb.org/, acedido em Janeiro de 2010.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2010); Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) n.º 8 – “*Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting and Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information – A Replacement of FASB Concepts Statement n.º 1 and n.º 2*”; Connecticut: September, vide www.fasb.org/, acedido em Janeiro de 2011.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2012a); FASB Learning Guide – “*For the Codification Research System Professional View*”; March, vide www.fasb.org/, acedido em Setembro de 2012.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2012b) Accounting Standards Codification – “*Notice to Constituents (v 4.8)*”; About the Codification; December, vide www.fasb.org/, acedido em Julho de 2013.

FASB – Financial Accounting Standards Board (2014) Accounting Standards Codification – “*About the Codification (v 4.9)*”; January, vide www.fasb.org/, acedido em Julho de 2014.

FASSIN, Yves; Gosselin, Derrick (2011); “*The Collapse of a European Bank in the Financial Crisis: An Analysis From Stakeholders and Ethical Perspectives*”; Journal of Business Ethics; Vol. 102, No.2, August, pp.169-191.

FCAG – Financial Crisis Advisory Group (2009); “*Report of the Financial Crisis Advisory Group*”; July, vide www.ifrs.org/News/Press-Releases/Documents/FCAGReportJuly2009, acedido em Agosto de 2010.

FEIZIZADEH, Ahmad (2012); “*Corporate Governance: Frameworks*”; Indian Journal of Science and Technology; Vol. 5, No.9, September, pp.3353-3361.

FELO, Andrew J.; Krishnamurthy, Srinivasan; Solieri, Steven A. (2003); “*Audit Committee Characteristics and the Perceived Quality of Financial Reporting: An Empirical Analysis*”; Working Paper, Pennsylvania State University, vide <http://ssrn.com/abstract=214868>, acedido em Agosto de 2007.

FERNANDES, Gastambide (2007); “*A Versão Portuguesa das Normas Internacionais de Relato Financeiro*”; Revisores & Auditores, Janeiro/Março, pp.28-35.

FERNÁNDEZ ALVAREZ, Ana Isabel; Ansón, Silvia Gómez (1999); “*El Gobierno de la Empresa: Mecanismos Alienadores y Supervisores de las Actuaciones Directivas*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 28, No.100, Extraordinario, pp.355-380.

FERNANDEZ, Anne-Sophie; Pierrot, Françoise (2012); “*A Co-opetitive Framework for Accounting Harmonization: The Case of the FASB and IASB Convergence Agreement*”; Global Conference on Business and Finance Proceedings; Vol. 7, No.1, January, pp.334-342.

FERNÁNDEZ, David (2015); “*La CNMV no Ve Conexión entre el Sueldo del Consejo y los Beneficios*”; vide <http://economia.elpais.com/tag/fecha/20150128>, accedido em Janeiro de 2015.

FERNÁNDEZ FERNÁNDEZ, José M.; Díaz, A. López; Menéndez, M. Menéndez (1989) “*Consecuencias en el Ámbito Financiero de la Aplicación de Algunos Principios Contables*”, in Cea García, José L. et al. (1989); “*Lecturas Sobre Principios Contables: Recopilación de Trabajos de Varios Autores*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Monografía No.13, pp.153-170.

FERREIRA, Domingos (2002); “*Fusões, Aquisições e Reestruturações de Empresas*”; Lisboa: Edições Sílabo, Vol. II, 1th Edição, Junho.

FERREIRA, Leonor Fernandes (2008); “*Modelos de Avaliação de Empresas e Utilidade da Informação Contabilística*”; Coleções Teses, Universidade Lusíada Editora.

FERREIRA, Miguel A.; Laux; Paul A. (2007); “*Corporate Governance, Idiosyncratic Risk and Information Flow*”; Journal of Finance; Vol. 62, No.2, April, pp.951-989.

FERREIRA, P. Lopes (2004); “*Estatística Descritiva – Breves Notas*”; Coimbra: Edição de Autor.

FERREIRA, Rogério F. (1983); “*Normalização Contabilística*”; Dissertação de Doutoramento em Organização e Gestão de Empresas; Instituto Superior de Economia da Universidade Técnica de Lisboa; Lisboa: Livraria Arnado, Lda.

FIELDS, Thomas D.; Lys, Thomas Z.; Vincent, Linda (2001); “*Emprical Research on Accounting Choice*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 31, No.1-3, September, pp.255-307.

FILIFE, Celso (2014); “*Rioforte Estava Falida antes de Aplicações da PT*”; Jornal de Negócios, de 7 de Novembro, pp.6, vide www.jornaldenegocios.pt/, accedido em Novembro de 2014.

FINCH, Nigel (2009); “*Towards an Understanding of Cultural Influence on the International Practice of Accounting*”; Journal of International Business and Cultural Studies; Vol. 2, No.1, pp.1-6.

FIRTH, Michael (1979); “*The Impact of Size, Stock Market Listing and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports*”; Accounting and Business Research; Vol. 9, No.36, pp.273-280.

FISHBEIN, Allen J.; Woodall, Patrick (2006); “*Exotic or Toxic? An Examination of the Non-Traditional Mortgage Market for Consumers and Lenders*”; Consumer Federation of America, Washington D.C., May, pp.1-33.

FOSBERG, Richard H. (2004); “*Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effects*”; Emerald: Corporate Governance; Vol. 4, No.1, pp.31-38.

FOX, R. P. (1984); “*Agency Theory: A New Perspective*”; *Management Accounting*; Vol. 62, No.2, February, pp.36-38.

FRANCIS, Jennifer (2001); “*Discussion of Empirical Research on Accounting Choice*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 31, No.1-3, February, pp.309-319.

FRANCIS, Jennifer; Lafond, Ryan; Olsson, Per M.; Schipper, Katherine (2004); “*Costs of Equity and Earnings Attributes*”; *The Accounting Review*; Vol. 79, No.4, October, pp.967-1010.

FRANCIS, Jennifer; LaFond, Ryan; Olsson, Per M.; Schipper, Katherine (2005); “*The Market Pricing of Accruals Quality*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 39, No. 2, June, pp.295-327.

FRANKEL, Richard; McNichols, Maureen; Wilson, G. Peter (1995); “*Discretionary Disclosure And External Financing*”; *The Accounting Review*; Vol. 70, No.1, January, pp.135-150.

FRANKS, Julian R.; Mayer, Colin (1996); “*Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 40, No.1, January, pp.163–181.

FRANKS, Julian R.; Mayer, Colin; Renneboog, Luc D. R. (2001a); “*Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?*”; *Journal of Financial Intermediation*; Vol. 10, No.3-4, July, pp.209-248.

FRANKS, Julian R.; Mayer, Colin (2001b); “*Ownership and Control of German Corporations*”; *The Review of Financial Studies*; Vol. 14, No.4, Winter, pp.943-977.

FRANKS, Julian R.; Mayer, Colin (2002); “*Corporate Governance in the UK – Contrasted With the US System*”; *CEsifo Forum, ABI/INFORM Global*; Vol. 3, No.3, October, pp.13-22.

FREUND, John E. (2004); “*Estatística Aplicada, Economia, Administração e Contabilidade*”; S. Paulo: Bookman, 11th Edition.

FRIEND, Irwin; Lang, Larry H. P. (1988); “*An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure*”; *The Journal of Finance*; Vol. 43, No.2, June, pp.271-281.

FROST, Carol A.; Pownall, Grace (1994); “*Accounting Disclosure Practices in the United States and the United Kingdom*”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 32, No.1, Spring, pp.75-102.

G

GABÁS TRIGO, Francisco; Abadía, J. M. Moneva; Pérez-Grueso, A. J. Bellostas; Jarne, J. I. Jarne (1996); “*Análisis de la Demanda de Información Financiera en la Coyuntura Actual*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 26, No.86, Enero-Marzo, pp.103-137.

GABÁS TRIGO, Francisco; Pérez-Grueso, Ana J. Bellostas (2000); “*Las Necesidades de los Usuarios y los Objetivos de la Información Financiera*” in *Tua Pereda, Jorge* (2000); “*El Marco Conceptual para la Información Financiera: Análisis y Comentarios*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, pp.93-127.

GABRIELSEN, Gorm; Gramlich, Jeffrey D.; Plenborg, Thomas (2002); “*Managerial Ownership, Information Content of Earnings and Discretionary Accruals in a Non-U.S. Setting*”; *Journal of Business Finance and Accounting*; Vol. 29, No.7-8, September-October, pp.967-988.

GARCÍA BENAÚ, María A.; Mayoral, Juan A. Monterrey (1993); “*La Revelación Voluntaria en las Compañías Españolas Cotizadas en Bolsa*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 23, No. 74, Enero-Marzo, pp.53-70.

GARCÍA DíEZ, J. (2000); “*A Nova Estratégia Contabilística da União Europeia: Um Passo em Frente na Aproximação ao IASC*”; Revisores e Empresas; Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas; Vol. 3, No.11, Outubro-Dezembro, pp.42-55.

GARCÍA GINER, B. (1992); “*La Contabilidad Creativa*”; Partida Doble; No. 21, Março.

GARCÍA LARA, Juan M.; Enguñados, Araceli M. (2004); “*Balance Sheet versus Earnings Conservatism in Europe*”; European Accounting Review; Vol. 13, No.2, pp.261-292.

GARCÍA LARA, Juan M.; Osmá, Beatriz G.; Peñalva, Fernando (2007); “*Accounting Conservatism and Corporate Governance*”; Review of Accounting Studies; Vol. 14, No.1, March, pp.161-201.

GARCÍA LARA, Juan M.; Osmá, Beatriz G.; Peñalva, Fernando (2012); “*Accounting Conservatism and the Limits to Earnings Management*”; SSRN, October, vide http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2165694, accedido em Janeiro de 2014.

GARCÍA OSMA, Beatriz; Clemente, Ana Gisbert (2003); “*La Manipulación del Beneficio Contable: Una Revisión Bibliográfica*”; Julio, AECA, V Jornadas de Contabilidad, vide www.aeca.es/xiicongresoaecca/cd/53a.pdf, accedido em Abril de 2007.

GARCÍA OSMA, Beatriz; Noguer, Belén Gill A.; Clemente, Ana Gisbert (2005); “*La Investigación sobre Earnings Managements*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad, Vol. 34; No.127, Octubre-Diciembre, pp.1001-1034.

GARCÍA SOTO, María G. (2003); “*El Gobierno Corporativo y las Decisiones de Crecimiento Empresarial*”, vide www.eumed.net/tesis, accedido em Dezembro de 2012.

GARDNER, John; McGowan, Jr, Carl; Smith, Stephan (2011); “*The Valuation of Compensation Expense Under SFAS 123R Using Option Pricing Theory*”; Journal of Finance and Accountancy; Vol. 5, No.11, March, pp.1-20, vide www.aabri.com/manuscripts/10563.pdf, accedido em Dezembro de 2012.

GELB, David S. (2000); “*Managerial Ownership and Accounting Disclosures: An Empirical Study*”; Review of Quantitative Finance and Accounting; Vol. 15, No.2, September, pp.169-185.

GELOS, R. Gaston; Wei, Shang J. (2005); “*Transparency and International Portfolio Holdings*”; The Journal of Finance; Vol. 60, No.6, December, pp.2987-3020.

GHOSH, Alope; Gu, Zhaoyang; Jain, Prem C. (2005); “*Sustained Earnings and Revenue Growth, Earnings Quality and Earnings Response Coefficients*”; Review of Accounting Studies; Vol. 10, No.1, March, pp.33-57.

GINER INCHAUSTI, Begoña (1995); “*La Divulgación de Información Financiera: Una Investigación Empírica*”; Madrid: ICAC – Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

GINER INCHAUSTI, Begoña; Enguñados, Araceli M. (1995); “*Análisis Crítico de la Eficiencia del Mercado de Capitales en Relación con la Información Contable*”; Estudios Financieros; No.140, Marzo, pp.75-122.

GINER INCHAUSTI, Begoña (1997); “*The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms*”; *The European Accounting Review*; Vol. 6, No.1, pp.45-68.

GINER INCHAUSTI, Begoña (2000); “*Marco Conceptual e Investigacion Empírica*”; in Tua Pereda, Jorge *et al.* (2000); “*El Marco Conceptual para la Información Financiera: Análisis y Comentarios*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Septiembre, pp.373-401.

GINER INCHAUSTI, Begoña; Pérez, Francisca Pardo (2011); “*La Relevancia Valorativa del Resultado Global Frente al Resultado Neto: Una Perspectiva Europea*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 40, No.150, Abril-Junio, pp.319-350.

GLOSTEN, Lawrence R.; Milgrom, Paul R. (1985); “*Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market With Heterogeneously Informed Traders*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 14, No.1, March, pp.71-100.

GODINHO, Raquel (2015); “*Carlos Tavares: Interesses dos Accionistas e da Gestão nem Sempre estão Devidamente Alinhados*”; vide www.jornaldenegocios.pt/, de 23 de Fevereiro, acedido em Fevereiro de 2015.

GÓIS, Cristina Gonçalves (2000); “*A Influência dos Normas do IASC sobre a Normalização Contabilística Portuguesa*”; Actas do VIII Congresso de Contabilidade e Auditoria; Aveiro, Centro de Congressos, Maio, pp.74-79.

GÓIS, Cristina Gonçalves (2004); “*O Governo das Sociedades e a Qualidade da Informação Financeira*”; Actas X Congresso de Contabilidade, Relato Financeiro e Responsabilidade Social; Lisboa, Centro de Congressos do Estoril, Novembro, pp.44-49.

GÓIS, Cristina M. G. (2007); “*O Governo das Sociedades e a Qualidade da Informação Financeira: Evidência nas Empresas com Valores Cotados na Bolsa de Valores Portuguesa*”; España: Universidad de Extremadura, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales; Departamento de Economía Financiera y Contabilidad, Tesis Doctoral.

GÓIS, Cristina Gonçalves (2013a); “*A Governação das Sociedades – Qual a Ligação ao Relato Financeiro?(I)*”; Lisboa: Revista Ordem Técnicos Oficiais de Contas; Vol. 14, No.157, Abril, pp.56-61.

GÓIS, Cristina Gonçalves (2013b); “*A Governação das Sociedades – Qual a Ligação ao Relato Financeiro?(II)*”; Lisboa: Revista Ordem Técnicos Oficiais de Contas; Vol. 14, No.158, Maio, pp.57-61.

GORE, Pelham, Pope, Peter F.; Singh, Ashni K. (2007); “*Earnings Management and the Distribution of Earnings Relative to Targets: UK Evidence*”; *Accounting and Business Research*, Vol. 37, No.2, pp.123-149.

GONZÁLEZ SÁNCHEZ, Mariano; Pineda, Juan M. Nave (2010); “*Eficiencia de las Técnicas de Medición del Riesgo de Mercado Ante Situaciones de Crisis*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 39, No.145, Enero-Marzo, pp.41-64.

GONZALO ANGULO, Jose A.; Trigo, F. Gabás (1989); “*El Principio de Gestión Continuada*”; in Cea García, José L. et al. (1989); “*Lecturas sobre Principios Contables: Recopilación de Trabajos de Varios Autores*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Monografía No.13, pp.233-260.

GONZALO ANGULO, Jose A. (2002); “*Información Contable, Auditoría y Gobernanza Empresarial*”; *Economiaz: Revista Vasca de Economía*, Vol. 50, 2.º Cuatrimestre, pp.28-53.

GRAHAM, Benjamin; Dodd, David Le Fevre; Cottle, Sidney, Tatham, Charles (1962); “*Security Analysis: Principles and Technique*”; New York: McGraw-Hill, 5th Edition.

GRAHAM, John R.; Harvey, Campbell R.; Rajgopal, Shiva (2005); “*The Economic Implication of Corporate Financial Reporting*”; *Journal of Accounting and Economics*; Vol. 40, No.1-3, December, pp.3-73.

GRAY, Rob (2013); “*A Methodology for Analyzing and Evaluating Narratives in Annual Reports: A Comprehensive Descriptive Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes*”; *Social and Environmental Accountability Journal*; Vol. 33, No.1, pp.56-57.

GRAY, Sidney J. (1988); “*Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally*”; *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*; Vol. 24, No.1, March, pp.1-15.

GRAY, Sidney J.; Radebaugh, Lee H.; Roberts, Clare B. (1990); “*International Perceptions of Cost Constraints on Voluntary Information Disclosures: A Comparative Study of UK and US Multinationals*”; *Journal of International Business Studies*; Vol. 21, No.2, Fourth Quarter, pp. 597-622.

GRAY, Sidney J.; Meek, Gary K.; Roberts, Clare B. (1995); “*International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report Disclosures by US and UK Multinationals*”; *Journal of International Financial Management and Accounting*; Vol. 6, No.1, March, pp.43-68.

GREEN, Jerry R.; Stokey, Nancy L. (1983); “*A Comparison of Tournaments and Contracts*”; *Journal of Political Economy*; Vol. 91, No.3, June, pp.349-364.

GREENBURY, Sir Richard et al. (1995); “*Directors’ Remuneration*”; London: Gee & Co, Ltd., July, vide www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf, acedido em Julho 2007.

GRENHA, Carlos; Cravo, D.; Baptista, L.; Pontes, S. (2009); “*Anotações ao Sistema de Normalização Contabilística*”; Lisboa: CTOC – Câmara dos Técnicos Oficiais de Contas, Setembro.

GROSSMAN, Sanford J.; Hart, Olivier D. (1980a); “*Take-over Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation*”; *The Bell Journal of Economics*; Vol. 11, No.1, Spring, pp.42-64.

GROSSMAN, Sanford J.; Stiglitz, Joseph E. (1980b); “*On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*”; *The American Economic Review*; Vol. 70, No.3, June, pp.393-408.

GRUMET, Louis (2007); “*Rethinking Sarbanes-Oxley*”; *The CPA Journal*; Vol. 77, No.11, November, pp.7.

GUERCIO, Diane Del; Hawkins, Jennifer (1999); “*The Motivation and Impact of Pension Fund Activism*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 52, No.3, June, pp.293-340.

GUILLÉN, Mauro F. (2000); “*Corporate Governance and Globalisation: Is There Convergence Across Countries?*”; The Wharton School and Department of Sociology, University of Pennsylvania, vide <http://d1c25a6gwz7q5e.cloudfront.net/papers/839.pdf>, acessado em Julho de 2007.

GUJARATI, Damodar N.; Porter, Dawn C. (2008); “*Basic Econometrics*”; McGraw-Hill, 4th Edition, October.

GUIMARÃES, Joaquim (2000); “*Políticas Contabilísticas*”; Porto: Associação Portuguesa de Peritos Contabilistas.

H

HAIL, Luzi; Leuz, Christian; Wysocki, Peter D. (2010a); “*Global Accounting Adoption of IFRS by the U.S. (part I): Conceptual Underpinnings and a Economic Analysis*”; Accounting Horizons; Vol. 24, No.3, September, pp.355-394.

HAIL, Luzi; Leuz, Christian; Wysocki, Peter D. (2010b); “*Global Accounting Convergence and the Potential Adoption of IFRS by the U.S. (part II): Political Factors and Future Scenarios for U.S. Accounting Standards*”; Accounting Horizons; Vol. 24, No.4, December, pp.567-588.

HANIFFA, Ros M.; Cooke, Terry E. (2002); “*Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations*”; Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies; Vol. 38, No.3, October, pp.317-349.

HAY, David; Knechel, W. Robert; Ling, Helen (2008); “*Evidence on the Impact of Internal Control and Corporate Governance on Audit Fees*”; International Journal of Auditing; Vol. 12, No.1, March, pp.9-24.

HAYN, Carla (1995); “*The Information Content of Losses*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 20, No.2, September, pp.125-153.

HARBULA, Peter (2007); “*The Ownership Structure, Governance and Performance of French Companies*”; Journal of Applied Corporate Finance; Vol. 19, No.1, Winter, pp.88-101.

HARRIS, Mary S.; Muller, Karl A. (1999); “*The Market Valuation of IAS versus US GAAP Accounting Measures Using 20-F Reconciliations*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 26, No.1-3, January, pp.285-312.

HART, Oliver (2005); “*Corporate Governance: Some Theory and Implications*”; The Economic Journal; Vol. 105, No.430, May, pp.678-689.

HARTZELL, Jay C.; Starks, Laura T. (2003); “*Institutional Investors and Executive Compensation*”; The Journal of Finance; Vol. 58, No.6, December, pp.2351-2374.

HEALY, Paul M. (1985); “*The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 7, No.1-3, April, pp.85-107.

HEALY, Paul M.; Palepu, Krishna G. (1990); “*Effectiveness of Accounting-Based Dividend Covenants*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 12, No.1-3, January, pp.97-123.

HEALY, Paul M.; Palepu, Krishna G. (1995); “*The Challenges of Investor Communications: The Case of CUC International Inc.*”; Journal of Financial Economics; Vol. 38, No.2, June, pp.111-140.

HEALY, Paul M.; Wahlen, James M. (1999); “*A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting*”; Accounting Horizons; Vol. 13, No.4, December, pp.365-383.

HEALY, Paul M.; Palepu, Krishna G. (2001); “*Information Asymmetry, Corporate Disclosure and Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 31, No.1-3, September, pp.405-440.

HEIDRICK STRUGGLES (2005); “*Corporate Governance in Europe: What’s the Outlook?*”; Heidrick and Struggles International, Inc, 4th Edition.

HERMALIN, Benjamin E.; Weisbach, Michael S. (1991); “*The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*”; Journal of the Financial Management Association; Vol. 20, No.4, Winter, pp.101-112.

HERNÁNDEZ SAMPIERI, Roberto; Collado, Carlos Fernández; Lucio, Pilar Baptista (2006); “*Metodología de la Investigación*”; Mexico: Editora McGraw-Hill Interamericana, 4.^a Edición.

HIGGS, Derek *et al.* (2003); “*Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors*”; London: Department of Trade and Industry; January, *vide* www.ecgi.org/codes/documents/higgsreport.pdf, acedido em Junho de 2009.

HILLMAN, Amy J.; Keim, Gerald D.; Luce, Rebecca A. (2001); “*Board Composition and Stakeholder Performance: Do Shareholder Directors Make Difference?*”; Business Society; Vol. 40, No.3, September, pp.295-314.

HILLMAN, Amy J., Withers, Michael C.; Collins, Brian J. (2009); “*Resource Dependence Theory: A Review*”; Journal of Management; Vol. 35, No.6, December, pp.1404-1427

HITZ, Joerg-Markus (2007); “*The Decision Usefulness of Fair Value Accounting – A Theoretical Perspective*”; European Accounting Review; Vol. 16, No.2, pp.323-362.

HODGKINSON, Robert; Singleton-Green, Brian *et al.* (1998); “*Financial Reporting of Risk*”; Proposals for a Statement of Risk Business; ICAEW – Institute of Chartered Accountants in England and Wales.

HODGKINSON, Robert; Singleton-Green, Brian *et al.* (2011); “*Reporting Business Risks: Meeting Expectations – Information for Better Markets Initiative*”; ICAEW – Institute of Chartered Accountants in England and Wales, October.

HOLDER, Mark E.; Langrehr, Frederick W.; Hexter, J. Lawrence (1998); “*Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory*”; Financial Management; Vol. 27, No.3, Autumn, pp.73-82.

HOOGERVORST, Hans (2011); “*Financial Reporting and Auditing – A Time for Change?*”; The Objectives of Financial Reporting; Brussels: Conference Organised by the European Commission; 9 and 10 February.

HOPE, Ole-Kristian (2003); “*Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards and Analysts’ Forecast Accuracy: An International Study*”; Journal of Accounting Research; Vol. 41, No.2, May, pp.235-273.

HOPT, Klaus J.; Leyens, Patrick C. (2005); “*Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, The United Kingdom, France and Italy*”; European Company and Financial Law Review; Vol. 1, No.2, July, pp.135-168.

HO, Simon S. M.; Wong, Ka S. (2001); “*A Study of the Relationship Between Corporate Governance Structure and the Extent of Voluntary Disclosure*”; Journal of International Accounting, Auditing and Taxation; Vol. 10, No.2, Summer, pp.139-156

HOSSAIN, Mahmud M.; Tan, Lin Mei; Adams, Mike (1994); “*Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange*”; The International Journal of Accounting; Vol. 29, No.4, pp.334-351.

HOSSAIN, M.; Perera, M. H. B.; Rahman, A. R. (1995); “*Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies*”; Journal of International Financial Management and Accounting; Vol. 6, No.1, March, pp.69-87.

HOSSAIN, M. (2001); “*The Disclosure of Information in the Annual Reports of Financial Companies in Developing Countries: The Case of Bangladesh*”; UK: Unpublished MPhil Thesis; The University of Manchester.

HOSSAIN, Mohammed; Reaz, Masrur (2007); “*Determinants and Characteristics of Voluntary Disclosure by Indian Banking Companies*”; Corporate Social Responsibility and Environmental Management; Vol. 14, No.5, December, pp.274-288.

HOSSAIN, Mohammed; Hammami, Helmi (2009); “*Voluntary Disclosure in the Annual Reports of An Emerging Country: The Case of Qatar*”; Advances in Accounting; Vol. 25, No.2, December, pp.255-265.

HU, Yabei; Izumida, Shigemi (2008); “*Ownership Concentration and Corporate Performance: A Causal Analysis with Japanese Panel Data*”; Corporate Governance: An International Review; Vol. 16, No.4, July, pp.342-358.

HUSE, Morten (2005); “*Accountability and Creating Accountability: A Framework for Exploring Behavioral Perspectives of Corporate Governance*”; British Journal of Management; Vol. 16, No.S1, March, pp.S65-S79.

I

IAS 1 – Norma Internacional de Contabilidade 1; “*Apresentação de Demonstrações Financeiras*”; publicada no Jornal Oficial da União Europeia, de 31 de Dezembro de 2004, L 394, pp.4-27, *vide* www.cnc.min-financas.pt/, acedido em Junho de 2013.

IASC – International Accounting Standards Committee (1989); “*Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements*”; Londres, Reino Unido: IASC, *vide* www.iasplus.com/en/standards/other/framework, acedido em Junho de 2013.

IASB – International Accounting Standards Board (1999); IAS 34 - “*Interim Financial Reporting – Issued*”; June, *vide* www.iasplus.com/en/news/, acedido em Janeiro de 2007.

IASB – International Accounting Standards Board (2000); “*Statement By The Board of the International Accounting Standards Committee*”; International Accounting Standards Board; *vide* www.iasc.org.uk/BOARD\2000\4bd00\Legacy 6.doc, acedido em Junho de 2003.

IASB – International Accounting Standards Board (2001); “*Conceptual Framework*”; April, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Janeiro de 2007.

IASB – International Accounting Standards Board (2003a); “*Normas Internacionais de Relato Financeiro*”; OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

IASB – International Accounting Standards Board (2003b); IAS 32 - “*Financial Instruments: Presentation – Revised*”; December, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Janeiro de 2008.

IASB – International Accounting Standards Board (2005); IFRS 7 – “*Financial Instruments: Disclosure – Issued*”; August, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Janeiro de 2008.

IASB – International Accounting Standards Board (2007); IAS 1 – “*Presentation of Financial Statements – Revised*”; September, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Janeiro de 2008.

IASB – International Accounting Standards Board (2009a); IAS 39 – “*Financial Instruments: Recognition and Measurement – Amendment*”; March, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Outubro de 2009.

IASB – International Accounting Standards Board (2009b); IFRS 8 – “*Operating Segments – Amendment*”; April, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Outubro de 2009.

IASB – International Accounting Standards Board (2009c); IAS 37 – “*Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets – Measurement*”; December, vide www.iaspl-us.com/en/news/, acessado em Outubro de 2010.

IASB – International Accounting Standards Board (2010); “*IFRS Practice Statement on Management Commentary*”; UK – London: A Framework for Presentation, December, vide www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Management-Commentary/IFRS-Practice-Statement/Documents/Management-commentarypracticestatement8December.pdf, acessado em Dezembro de 2012.

IASB – International Accounting Standards Board (2011); IAS 37 – “*Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets – Inclusion of Own Credit Risk in Discount Rate*”; March, vide www.iaspl-us.com/en/news/, acessado em Outubro de 2011.

IASB – International Accounting Standards Board (2013a); IFRS 8 – “*Operating Segments – Amendment*”; December, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Fevereiro de 2014.

IASB – International Accounting Standards Board (2013b); “*A Review of the Conceptual Framework for Financial Reporting*”; July, vide www.iasb.org/, acessado em Junho de 2014.

IASB – International Accounting Standards Board (2013c); “*IFRS Consolidated Without Early Application: Official Pronouncements Applicable on 1 January 2014 – Part A*”; IASB, London UK.

IASB – International Accounting Standards Board (2014a); IAS 32 - “*Financial Instruments: Presentation – Amendments*”; January, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Novembro de 2014.

IASB – International Accounting Standards Board (2014b); IFRS 9 – “*Financial Instruments – Amendments*”; July, vide www.iasplus.com/en/news/, acessado em Outubro de 2014.

IASB – International Accounting Standards Board (2014c); IFRS 7 – “*Financial Instruments: Disclosure – Amendments*”; September, vide www.iasplus.com/en/news/, acedido em Dezembro de 2014.

IASB – International Accounting Standards Board (2014d); IAS 34 - “*Interim Financial Reporting – Amendments*”; September, vide www.iasplus.com/en/news/, acedido em Dezembro de 2014.

IASB – International Accounting Standards Board (2014e); IAS 1 – “*Presentation of Financial Statements – Amendments*”; December, vide www.iasplus.com/en/news/, acedido em Janeiro de 2015.

ICAC – Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas (2002); “*Informe sobre la Situación Actual de la Contabilidad en España y Líneas Básicas para Abordar su Reforma*”; Madrid: ICAC.

ICAEW – Institute of Chartered Accountants in England and Wales (2002); “*No Surprises: The Case for Better Risk Reporting*”; London: vide www.icaew.com/~media-/Files/Technical/Research-and-academics/publications-and-projects, acedido em Julho em 2004.

ICAEW – Institute of Chartered Accountants in England and Wales (2003); “*No Surprises: Working for Better Risk Reporting*”; Position Paper; London: vide www.icaew.com/~media-/Files/Technical/Research-and-academics/publications-and-projects, acedido em Julho em 2004.

ICGN – International Corporate Governance Network (2007); “*ICGN Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities*”; International Corporate Governance Network; London, UK: vide www.icgn.org/files/icgn_main/pdfs/best_practice/inst_share_responsibilities/2007-principles_on_institutional_shareholder_responsibilities.pdf, acedido em Abril de 2011.

IFAC – International Federation of Accountants (2006); “*Internal Control – A Review of Current Developments*”; Information Paper; Professional Accountants in Business Committee, August, vide www.ifac.org/store/details.tmp?SID=1155933724198, acedido em Abril de 2011.

IFAC – International Federation of Accountants (2009); “*Evaluating and Improving Governance in Organizations – International Good Practice Guidance*”; International Good Practice Guidance; Professional Accountants in Business Committee, February, vide www.ifac.org/sites/default/files/publications/files/IGPG-Evaluating-and-Improving-Governance.pdf, acedido em Agosto de 2012.

IFAC – International Federation of Accountants (2010); “*Audit Quality and International Standards on Auditing*”; vide www.ifac.org/sites/default/files/downloads/Audit_Quality- Fact_Sheet.pdf, acedido em Dezembro de 2011.

IFAC – International Federation of Accountants (2010); “*Identifying and Assessing the Risks of Material Misstatement through Understanding the Entity and its Environment*”, ISA 315, vide www.ifac.org/sites/default/files/downloads/a017-2010-iaasb-handbook-isa-315.pdf, acedido em Junho de 2012.

IGLESIAS SÁNCHEZ, J. Luis (2006); “*Claves para el Éxito de la Dirección. Importancia del Sistema de Información para la Toma de Decisiones*”; Santiago de Compostela: Tórculo Edicións, 1th Edición.

IMHOFF JR., Eugene A.; Thomas, Jacob K. (1988); “*Economic Consequences of Accounting Standards: The Lease Disclosure Rule Change*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 10, No.4; pp.277-310.

IMHOFF JR., Eugene A. (1992); “*The Relation Between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristics of the Firm*”; Journal of Accounting and public Policy; Vol. 11, No.2, Summer, pp.97-118.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions (2002); “*Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*”; May, vide www.iosco.org/library/index.cfm?section=pub_docs&year=2002&publicDocID=126, acedido em Março de 2011.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions (2003a); “*General Principles Regarding Disclosure of Management’s Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*”; Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, February, vide www.sec.gov/about/offices/oia/oia_corpfin/genprinc.pdf, acedido em Dezembro de 2012.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions (2003b); “*International Cooperation in Oversight of Credit Rating Agencies*”; Technical Committee Note, March, vide www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD287.pdf, acedido em Março de 2011.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions (2003c); “*The Objectives and Principles of Securities Regulation*”; May, vide www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/-IOSCOPD154.pdf, acedido em Março de 2011.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions (2004); “*Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries*”; Standing Committee 3 On Market Intermediaries, August, vide www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD171.pdf, acedido em Março de 2011.

IOSCO – International Organization of Securities Commissions (2005); “*Final Communiqué of the XXXth Annual Conference of IOSCO*”; April; vide www.iosco.org/library/index.cfm?section=annconf-docs&annualconfid=19, acedido em Março de 2011.

ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, Raúl; Fuentes, Francisco Poveda (2004); “*Long-Run Abnormal Returns and Income Smoothing in the Spanish Stock Market*”; European Accounting Review; Vol. 13, No.1, pp.105-130.

ÍÑIGUEZ SÁNCHEZ, Raúl; Fuentes, Francisco Poveda; Vieira, Pablo J. Vázquez (2013); “*Evolución del Conservadurismo de Balance con la Implantación de las Normas Internacionales de Información Financiera: Aplicación al Caso España*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 42, No.160, Octubre-Diciembre, pp.453-486.

IPGC – Instituto Português de Corporate Governance (2020); “*Código de Governo das Sociedades*”; Versão EBook; IPGC 2018 revisto em 2020, Lisboa. https://cgov.pt/images/ficheiros/2020/revisao_codigo_pt_2018_ebook_copy_copy.pdf.

ISKANDER, Magdi R.; Chamlou, Nadereh (2000); “*Corporate Governance: A Framework for Implementation*”; Washington, D.C.: World Bank Publications.

J

JAGGI, Bikki; Low, Pek Y. (2000); “*Impact of Culture, Market Forces and Legal Systems on Financial Disclosures*”; The International Journal of Accounting; Vol. 35, No.4, October, pp.495-519.

- JAMALI**, Dima; Safieddine, Asem M.; Rabbath, Myriam (2008); “*Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Synergies and Interrelationships*”; *Corporate Governance: An International Review*; Vol. 16, No.5, September, pp.443–459.
- JENSEN**, Gerald R.; Solberg, Donald P.; Zorn, Thomas S. (1992); “*Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies*”; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; Vol. 27, No.2, June, pp.247-263.
- JENSEN**, Michael C.; Meckling, William H. (1976); “*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 3, No.4, October, pp.305-360.
- JENSEN**, Michael C. (1986); “*Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers*”; *The American Economic Review*; Vol. 76, No.2, May, pp.323-329.
- JENSEN**, Michael C.; Murphy, Kevin, J. (1990); “*CEO Incentives: It’s Not How much You Pay, But How*”; *Harvard Business Review*; Vol. 68, No.3, May-June, pp.138-153.
- JENSEN**, Michael C. (1993); “*The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*”; *The Journal of Finance*; Vol. 48, No.3, July, pp.831-880.
- JENSEN**, Kevan L.; Payne, Jeff L. (2003); “*Management Trade-offs of Internal Control and External Auditor Expertise*”; *Auditing: A Journal of Practice and Theory*; Vol. 22, No.2, September, pp.99-119.
- JERÓNIMO MARTINS** (2010); “*Relatório e Contas 2010*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessado em Junho de 2012.
- JERÓNIMO MARTINS** (2011); “*Relatório e Contas 2011*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessado em Junho de 2012.
- JERÓNIMO MARTINS** (2012); “*Relatório e Contas 2012*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acessado em Junho de 2013.
- JESSWEIN**, Kurt (2011); “*Analyzing Financial Statements with Potentially Misreported Cost of Goods Sold Figures*”; *Journal of Finance and Accountancy*; Vol. 6, No.1, May, pp.1-10.
- JIAMBALVO**, James; Rajgopal, Shivaram; Venkatachalam, Mohan (2002); “*Institutional Ownership and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings*”; *Contemporary Accounting Research*; Vol. 19, No.1, Spring, pp.117-145.
- JIANG**, Li; Kim, Jeong-Bon (2000); “*Cross-Corporate Ownership, Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting Performance Measures in Japan*”; *The International Journal of Accounting*; Vol. 35, No.1, March, pp.85-98
- JOHN**, Kose; Litov, Lubomir; Yeung, Bernard (2008); “*Corporate Governance and Risk-Taking*”; *The Journal of Finance*; Vol. 63, No.4, August, pp.1679-1728.
- JONES**, Jennifer J. (1991); “*Earnings Management During Import Relief Investigations*”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 29, No.2, Autumn, pp.193-228.

JONES, Ian W.; Pollitt, Michael G. (2004); “*Understanding How Issues in Corporate Governance Develop: Cadbury Report to Higgs Review*”; Corporate Governance: An International Review; Vol. 12, No.2, April, pp.162-171.

Jornal de Negócios, www.jornaldenegocios.pt/, acessado em Julho de 2013.

JUDGE, William (2011); “*The Pivotal Role of Ownership*”; Corporate Governance: An International Review; Vol. 19, No.6, November, pp.505-506.

JUHMANI, Omar I. (2013); “*Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Bahrain*”; International Journal of Accounting and Financial Reporting; Vol. 3, No.2, June, pp.133-148.

K

KADOUS, Kathryn; Koonce, Lisa; Thayer, Jane M. (2012); “*Do Financial Statement Users Judge Relevance Based on Properties of Reliability?*”; The Accounting Review; Vol. 87, No.4, July, pp.1335-1356.

KAMARUDIN, Khairul Anuar; Ismail, Wan Adibah Wan; Ibrahim, Muhd Kamil (2000); “*Market Perception of Income Smoothing Practices: Malaysian Evidence*”; Journal of Economics and Finance; Vol. 24, No.2, Summer, pp.132-146.

KAMINSKI, Kathleen A.; Carpenter, Jon R. (2011); “*Accounting Conceptual Framework: A Comparison of FASB and IASB Approaches*”; International Journal of Business, Accounting and Finance; Vol. 5, No.1, Winter, pp.16-25.

KARAN, Ram (2002); “*Irreconcilable Legal and Accounting Views of A True and Fair View: An Emerging Alternative from Australian Reforms*”; Journal of Law and Financial Management; Vol. 1, No.1, pp.44-52.

KASZNIK, Ron (2001); “*The effects of Limiting Accounting Discretion on the Informativeness of Financial Statements: Evidence From Software Revenue Recognition*”; Stanford GSB Research Paper Series No. 1400(R1), January, SSRN, vide <http://ssrn.com/abstract=515950>, acessado em Janeiro de 2011.

KEASEY, Kevin; Wright, Mike (1993); “*Issues in Corporate Accountability and Governance*”; Accounting and Business Research; Vol. 23, Supplement 1, pp.291-303.

KEASEY, Kevin; Wright, Mike (1997); “*Corporate Governance – Responsibilities, Risks and Remuneration*”; New York: John Wiley & Sons, April.

KENDALL, Nigel (1999); “*Good Corporate Governance, Accountants’ Digest*”; ICAEW: The Institute of Chartered Accountants in England and Wales, No.40.

KERLINGER, Fred Nichols (1980); “*Metodologia de Pesquisa em Ciências Sociais: Um Tratamento Conceitual*”; São Paulo: EPU, EDUSP.

KHANNA, Tarun; Palepu, Krishna G.; Srinivasan, Suraj (2004); “*Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting with US Markets*”; Journal of Accounting Research; Vol. 42, No.2, May, pp.475-508.

KIESO, Donald E.; Weygant, Jerry J.; Warfield, Terry D. (2013); “*Intermediate Accounting*”; John Wiley & Sons, Inc., 15th Edition.

KIM, Kenneth A.; Chatjuthamard, P. Kitsabunnara; Nofsinger, John R. (2007); “*Large Shareholders, Board Independence, and Minority Shareholder Rights: Evidence From Europe*”; Journal of Corporate Finance; Vol. 13, No.5, December, pp.859-880.

KIM, Yongtae; Park, Myung S. ; Wier, Benson (2012); “*Is Earnings Quality Associated With Corporate Social Responsibility?*”; The Accounting Review; Vol. 87, No.3, May, pp.761-796.

KINNEY, Michael; Trezevant, Robert (1997); “*The Use of Special Items to Manage Earnings*”; Journal of Financial Statement Analysis; Vol. 3, No.1, pp.45-53.

KIRMANI, Amna; Rao, Akshay R. (2000); “*No Pain, No Gain: A Critical Review of the Literature on Signalling Unobservable Product Quality*”; Journal of Marketing; Vol. 64, No.2, April, pp.66-79.

KLEIN, April (1998); “*Firm Performance and Board Committee Structure*”; Journal of Law and Economics; Vol. 41, No.1, April, pp.275-304.

KLEIN, April (2002); “*Audit Committees, Board of Director Characteristics and Earnings Management*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 33, No.3, August, pp.375-400.

KNECHEL, W. Robert (2006); “*Auditing: Assurance and Risk*”; Cincinnati, Ohio: South-Western College Publishing (Thomson Learning), 3th Edition Revised, July.

KONISHI, Masaru; Yasuda, Yukihiro (2004); “*Factors Affecting Bank Risk Taking: Evidence From Japan*”; Journal of Banking and Finance; Vol. 28, No.1, January, pp.215-232.

KORAC-KAKABADSE, Nada; Kakabadse, Andrew K.; Kouzmin, Alexander (2001); “*Board Governance and Company Performance: Any Correlations?*”; Corporate Governance: The International Journal of Business in Society; Vol. 1, No.1, March, pp.24-30.

KOZIOL, Christian; Lawrenz, Jochen (2010); “*Optimal Design of Rating-Trigger Step-Up Bonds: Agency Conflicts versus Asymmetric Information*”; The Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization; Vol. 16, No.2, pp.182-204.

KREPS, David M. (1994); “*A Course of Microeconomics Theory*”; New York: Harvester Wheatsheaf.

KYEREBOAH-COLEMAN, Anthony; Biekpe, Nicholas (2006); “*Corporate Governance and Financing Choices of Firms: A Panel Data Analysis*”; South African Journal of Economics; Vol. 74, No.4, December, pp.670-681.

L

LAÍNEZ GADEA, José A. *et al.* (2001); “*Manual de Contabilidad Internacional*”; Madrid: Ediciones Pirámide.

LAÍNEZ GADEA, José A.; Gastón, S. Callao. (1999); “*Contabilidad Creativa*”; Madrid: Civitas Ediciones.

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

LA PORTA, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1998); “*Law and Finance*”; *Journal of Political Economy*; Vol. 106, No.6, December, pp.1113-1155.

LA PORTA, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei (1999); “*Corporate Ownership Around the World*”; *The Journal of Finance*; Vol. 54, No.2, April, pp.471-517.

LA PORTA, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (2000); “*Agency Problems and Dividend Policies Around the World*”; *The Journal of Finance*; Vol. 55, No.1, February, pp.1-33.

LA PORTA, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (2000); “*Investor Protection and Corporate Governance*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 58, No.1-2, Special, pp.3-27.

LA PORTA, Rafael; Lopez-de-Silanes, Florencio; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (2002); “*Investor Protection and Corporate Valuation*”; *The Journal of Finance*; Vol. 57, No.3, June, pp.1147-1170.

LARCKER, David F.; Richardson, Scott A. (2004); “*Fees Paid to Audit Firms, Accrual Choice and Corporate Governance*”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 42, No.3, June, pp.625-658.

LARMOU, Sofia; Vafeas, Nikos (2010); “*The Relation Between Board Size and Firm Performance in Firms with a History of Poor Operating Performance*”; *Journal of Management and Governance*; Vol. 14, No.1, February, pp.61-85.

LARRIBA DÍAZ-ZORITA, Alejandro (2000); “*Tratamiento de los Riesgos en el Marco Conceptual*”; in Tua Pereda, Jorge *et al.* (2000); “*El Marco Conceptual para la Información Financiera: Análisis y Comentarios*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Septiembre, pp.281-304.

LAWRENCE, Steve (1996); “*International Accounting*”; International Thomson Business Press, March.

LAUX, Christian; Laux, Volker (2009a); “*Board Committees, CEO Compensation and Earnings Management*”; *The Accounting Review*; Vol. 84, No.3, May, pp.869-891.

LAUX, Christian; Leuz, C. (2009b); “*The Crisis of Fair-Value Accounting: Making Sense of the Recent Debate*”; *Accounting, Organizations and Society*; Vol. 34, No.6-7, August-October, pp.826-834.

LAUX, C.; Leuz, C. (2010); “*Did Fair-Value Accounting: Contribute to the Financial Crisis?*”; *Journal of Economic Perspectives*; Vol. 24, No.1, Winter, pp.93-118.

LEE, Thomas A. (2006); “*The FASB and Accounting for Economic Reality*”; *Accounting and the Public Interest*; Vol. 6, No.1, December, pp.1-21.

LEE, Tom (1994); “*The Changing Form of the Corporate Annual Report*”; *The Accounting Historians Journal*; Vol. 21, No.1, June, pp.215-232.

LEFTWITCH, Richard W., Watts, Ross L.; Zimmerman, Jerold L. (1981); “*Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting*”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 19, Supplement, pp.50-77.

LEHN, Kenneth; Patro, Sukesh; Zhao, Mengxin (2009); “*Determinants of the Size and Structure of US Corporate Boards: 1935-2000*”; Financial Management; Vol. 38, No.4, Winter, pp.747-780.

Lei n.º 28/2009; “*Revê o Regime Sancionatório no Sector Financeiro em Matéria Criminal e Contra-Ordenacional*”; publicada no Diário da República, I Série, n.º 117, de 19 de Junho de 2009, pp.4085-4090.

Ley n.º 26/2003, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores, y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por el Real Decreto Legislativo n.º 1564/1989, de 22 de Diciembre, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas; Madrid: Boletín Oficial del Estado (BOE), n.º 171, de 18 de Julio, Sec. I., pp.28046-28052.

Ley n.º 12/2010, de 30 de Junio, por la que se modifica la Ley n.º 19/1988, de 12 de Julio, de Auditoría de Cuentas, la Ley n.º 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores y el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por el Real Decreto Legislativo n.º 1564/1989, de 22 de Diciembre, para su adaptación a la normativa comunitaria; Madrid: Boletín Oficial del Estado (BOE), n.º 159, de 1 de Julio, Sec. I., pp.57586-57625.

Ley n.º 19/2013, de 9 de Diciembre, de transparencia, aseso a la información pública y buen gobierno; Madrid: Boletín Oficial del Estado (BOE), n.º 295, de 10 de Diciembre, Sec. I., pp.97922-97952.

LEUNG, Sidney; Horwitz, Bertrand (2004); “*Director Ownership and Voluntary Segment Disclosure: Hong Kong Evidence*”; Journal of International Financial Management and Accounting; Vol. 15, No.3, October, pp.235-260.

LEUZ, Christian; Verrecchia, Robert E. (2000); “*The Economic Consequences of Increased Disclosure*”; Journal of Accounting Research; Vol. 38, Supplement, pp.91-124.

LEUZ, Christian (2003); “*IAS versus US GAAP: Information Asymetry-Based Evidence from Germany’s New Market*”; Journal of Accounting Research; Vol. 41, No.3, June, pp.445-472.

LEUZ, Christian; Nanda, Dhananjay; Wysocki, Peter D. (2003); “*Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison*”; Journal of Financial Economics; Vol. 69, No.3, September, pp.505-527.

LEUZ, Christian; Verrecchia, Robert E. (2005); “*Firms’ Capital Allocation Choices, Information Quality and the Cost of Capital*”; University of Pennsylvania Working Paper, January, *vide* <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/04/0408.pdf>, acedido em Julho de 2006.

LEV, Baruch; Penman, Stephen H. (1990); “*Voluntary Forecast Disclosure, Nondisclosure and Stock Prices*”; Journal of Accounting Research; Vol. 28, No.1, Spring, pp.49-76.

LEVENTIS, Stergios; Weetman, Pauline (2000); “*Exploring and Explaining Variations in Voluntary Disclosure in a European Emerging Capital Market: Evidence From de Athens Stock Exchange*”; University of Strathclyde, Aberdeen, Working Paper.

LEVITT, Arthur *et al.* (1998); “*The Numbers Game*”; Remarks by SEC Chairman to the New York University Center for Law and Business; September, *vide* www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch.txt, acedido em Setembro de 2006.

LEVITT, Arthur *et al.* (2000); “*Remarks Before the Conference on the Rise and Effectiveness of New Corporate Governance Standards*”; Speech by SEC Chairman at Federal Reserve Bank of New York, US Securities and Exchange Commission, *vide* www.sec.gov/news/speech/spch449.htm, acessado em Setembro de 2006.

LI, Hongxia (2011); “*Capital Structure on Agency Costs in Chinese Listed Firms*”; *International Journal of Governance*; Vol. 1, No.2, pp.26-39.

LI, Kevin K.; Tang, Vicki W. (2008); “*Financial Reporting and Future Corporate Investment*”; *vide* www1.american.edu/academic.depts/ksb/finance_realestate/rhauswald/seminar/Financial%20Reporting%20and%20Future%20Investments%2020080218.pdf, acessado em Outubro de 2013.

LINSLEY, Philip M.; Shrivs, Philip J. (2005); “*Examining Risk Reporting in UK Public Companies*”; *Journal of Risk Finance*; Vol. 6, No.4, pp.292-305.

LINSLEY, Philip M.; Shrivs, Philip J. (2006); “*Risk Reporting: A Study of Risk Disclosure in the Annual Reports of UK Companies*”; *The British Accounting Review*, Vol. 38, No.4, December, pp.387-404.

LINSMEIER, T. J.; Boatsman, J. R.; Herz, R. H.; Jennings, R. G.; Jonas, G. J.; Long, M. H.; Petroni, K. R.; Shores, D.; Wahlen, J. M. (1998); “*American Accounting Association’s Financial Accounting Standards Committee: Responses to IASC and FASB: Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets*”; *Accounting Horizons*, Vol. 12, No.2, June, pp.192-200.

LIPTON, Martin; Lorsch, Jay W. (1992); “*A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*”; *The Business Lawyer*; Vol. 48, No.1, November, pp.59-77.

LIVNE, Gilad; McNichols, Maureen F. (2009); “*An Empirical Investigation of the True and Fair Override in the United Kingdom*”; *Journal of Business Finance and Accounting*; Vol. 36, No.1-2, January-March, pp.1-30

LIZCANO ÁLVAREZ, Jesús (2002); “*Nuevos Retos en Torno al Equilibrio Social y Medioambiental de las Empresas: Los Productos Socialmente Correctos*”; *Revista de Encuentros Multidisciplinares*; Vol. 4, No.11, Mayo-Agosto, pp.57-63.

LIZCANO ÁLVAREZ, Jesús (2011); “*Corrupción Empresarial: Responsabilidad Social y Transparencia como Antídoto*”; *Anuario de Compromiso RSE*, Diciembre.

LIZCANO ÁLVAREZ, Jesús (2013); “*El Valor de la Transparencia en las Instituciones Públicas y las Empresas*”; Barcelona: ACCID – *Revista de Contabilidad y Dirección*; No.16, pp. 109-125.

LIZCANO ÁLVAREZ, Jesús (2015); “*Ciencia, Economía y Transparencia: Una Visión en Clave Multidisciplinar y Social*”; *vide* <https://racef.es/es/discurso/ciencia-economia-y-transparencia-una-vision-en-clave-multidisciplinar-y-social>, acessado em Março de 2015.

LLANES, Miguel Diaz (2010); “*El Análisis de los Estados Contables en un Entorno Dinámico y Gerencial de la Empresa*”; Blumenau: FURB – *Revista Universo Contábil*; Vol. 6, No.2, Abril-Junho, pp.121-140.

LOEBBECKE, J. K.; Eining, M. M.; Willingham, J. J. (1989); “*Auditor’s Experience with Material Irregularities: Frequency, Nature and Detectability*”; *Auditing: A Journal of Practice and Theory*; Vol. 9, No.1, pp.1-28.

LOFTUS, Janice A. (2003); “*The CF and Accounting Standards: The Persistence of Discrepancies*”; *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*; Vol. 39, No.3, October, pp.298-309.

LOPES, Cláudia M. F. P.; Cerqueira, António M. C.; Brandão, Elísio F. M. (2010); “*The Impact of European Firms’ Economic Conditions and Financial Performance on Accounting Quality*”; *Journal of Modern Accounting and Auditing*; Vol. 6, No.5, May, pp.22-37.

LOPES, Patrícia T.; Rodrigues, Lúcia L. (2007); “*Accounting for Financial Instruments: An Analysis of the Determinants of Disclosure in the Portuguese Stock Exchange*”; *The International Journal of Accounting*; Vol. 42, No.1, pp.25-56.

LÓPEZ COMBARROS, J. (1997); “*Necesidad de la Implantación Generalizada de las Normas Internacionales de Contabilidad*”; Salamanca: IX Congreso da AECA, 25-27 Septiembre.

LÓPEZ ITURRIAGA, Félix J.; Herranz, C. Zarza (2010); “*Gobierno Corporativo y Factores Determinantes del Cambio de firma Auditora en la Gran Empresa Española*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 39, No.147, Julio-Septiembre, pp.521-549.

LÓPEZ, J. A. (1974); “*Contabilidad General*”; Editorial Donostiarra, San Sebastian.

LOPO, Rosario Vidal (1999); “*Una Aproximación Conceptual a la Información del Riesgo Empresarial*”; Santiago de Compostela: Economía Financiera y Contabilidad.

LOPO, Rosario Vidal (2001); “*La Información sobre el Riesgo Empresarial: Una Visión Panorámica*”; *Partida Doble*, No.121, pp.20-29.

M

MacAVOY, Paul W.; Millstein, Ira M. (1999); “*The Active Board of Directors and Its Effect on the Performance of the Large Publicly Traded Corporation*”; *Journal of Applied Corporate Finance*; Vol. 11, No.4, Winter, pp.8-20.

MacAVOY, Paul W.; Millstein, Ira M. (2003); “*The Recurrent Crisis in Corporate Governance*”; New York: Palgrave Macmillan.

MACEY, Jonathan R.; O’Hara, Maureen (2003) “*The Corporate Governance of Banks*”; *Economic Policy Review*; Vol. 9, No.1, April, pp.91-107.

MACHO STADLER, Inés; Castilho, David Pérez (1997); “*An Introduction to the Economic of Information*”; New York: Oxford University Press.

MACKKEY, John (2005); “*Melhorar o Governo das Sociedades sobre o Relato Financeiro – Lições que Podemos Tirar das Experiências de Outros Países*”; *Especial Corporate Governance (Diário Económico)*, II, pp.9.

MACVE, Richard H. (1997); “*A Conceptual Framework for Financial Accounting and Reporting: Vision, Tool or Threat?*”; New York: Garland Publishing Inc., October.

MAEDER, Raymond (1998); “*La Comptabilité a L’Heure du Gouvernement D’Entreprise*”; Revue Française de Gestion; n.º 121, Novembro-Dezembro, pp.95-107.

MAK, Y. T. (1996); “*The Voluntary Use of Outside Directors by Initial Public Offering Firms*”; Corporate Governance: An International Review; Vol. 4, No.2, April, pp.94-106.

MAKHIIJA, Anil. K.; Patton, James M. (2004); “*The Impact of Firm Ownership Structure on Voluntary Disclosure: Empirical Evidence From Czech Annual Reports*”; The Journal of Business, Vol. 77, No.3, July, pp.457-492.

MALONE, David; Fries, Clarence; Jones, Thomas (1993); “*An Empirical Investigation of the Extent of Corporate Financial Disclosure in the Oil and Gas Industry*”; Journal of Accounting, Auditing and Finance; Vol. 8, No.3, pp.249-273.

MANSO, Gustavo, Strulovici, Bruno; Tchisty, Alexei (2010); “*Performance-Sensitive Debt*”; The Review of Financial Studies; Vol. 23, No.5, March, pp. 1819-1854, vide <http://rfs.oxfordjournals.org/content/23/5/1819.abstract>, acessado em Junho de 2012.

MARÍN DE GUERRERO, María Alejandra (1998); “*Nuevos Conceptos de Control Interno: Informe COSO*”; vide <http://api.ning.com/files/TvT3BDmXy03ZNbobJ6aQyezHo>, acessado em Dezembro de 2007.

MARQUES, Luís D. B. (2000); “*Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: Revisão da Literatura*”; Documento de Trabalho; Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão; Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

MARQUES, Mário (2007); “*O Justo Valor e sua Auditoria*”; Revisores e Auditores; No.37, Abril-Junho, pp.20-26.

MARQUES, Miguel A.; Câmara, Paulo; Modesto, Leonor (2011); “*Governo das Sociedades em Portugal em 2010*”; Relatório do Centro de Estudos Aplicados da Universidade Católica Lisbon School of Business and Economics/AEM, com o apoio da Nyse Euronext, Dezembro.

MARQUES, Miguel A.; Câmara, Paulo; Modesto, Leonor (2012); “*Governo das Sociedades em Portugal em 2011*”; Relatório do Centro de Estudos Aplicados da Universidade Católica Lisbon School of Business and Economics/AEM, com o apoio da Nyse Euronext.

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, Julho.

MARQUES, Miguel A.; Câmara, Paulo; Modesto, Leonor (2014); “*Governo das Sociedades em Portugal em 2013*”; Relatório do Centro de Estudos Aplicados da Universidade Católica Lisbon School of Business and Economics/AEM, com o apoio da Nyse Euronext.

MARK, Gideon (2007); “*Accounting Fraud: Pleading Scienter of Auditors Under the PSLRA*”; Connecticut Law Review, Vol. 39, No.3, February, pp.1097-1210.

MARRA, Antonio; Mazzola, Pietro; Prencipe, Annalisa (2011); “*Board Monitoring and Earnings Management Pre-and Post-IFRS*”; The International Journal of Accounting; Vol. 46, No.2, June, pp.205-230.

MATIAS, M. Fernanda L. I. (2001); “*Estrutura de Capital e Especificidade dos Activos*”; Lisboa: ISCTE - Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa; Tese de Doutoramento em Organização e Gestão de Empresas.

MATTESSICH, Richard V. (1995); “*Critique of Accounting: Examination of the Foundations and Normative Structure of An Applied Discipline*”; Hardcover, September.

MATYJEWICZ, George; Blackburn, Sarah (2003); “*The Need for Corporate Governance*”; vide www.gapent.com/sox, acessado em Janeiro de 2011.

MATYJEWICZ, George; D’Arcangelo, James R. (2004); “*Beyond Sarbanes-Oxley*”; Internal Auditor, October, pp.66-72, vide [www.gapent.com/media/inthenews/IIA-Beyond Sox Published.pdf](http://www.gapent.com/media/inthenews/IIA-Beyond_Sox_Published.pdf), acessado em Janeiro de 2011.

MAYER, Colin (1996); “*Gouvernement D’entreprise, Concurrence et Performance*”; Revue Économique de L’ OCDE; No.27, 1996/II, pp.7-37, vide www.oecd.org/fr/eco/croissance/17946-201.pdf, acessado em Junho de 2007.

MAYER, Colin (2002) “*Corporate Cultures and Governance: Ownership, Control and Governance of European and US Corporations*”; April, vide [www.hks.harvard.edu/m-rcbg/Conferences/us-eu_relations/meyer corporate culture governance.pdf](http://www.hks.harvard.edu/m-rcbg/Conferences/us-eu_relations/meyer_corporate_culture_governance.pdf), acessado em Setembro de 2007.

MAYORAL MONTERREY, Juan A.; García Ayuso, M.; Pineda, C. (2002); “*La Información Contable y el Gobierno Corporativo: Calidad, Transparência y Credibilidad*”; Proyecto de Investigación, Fundación BBVA, October, Draft.

MAYORAL MONTERREY, Juan A.; Segura, Amparo Sánchez (2008); “*Gobierno Corporativo y Calidad de la Información Contable: Evidencia Empírica Española*”; ASEPUC – Spanish Accounting Review; Vol. 11, No.1, April, pp.65-98.

MAYORAL MONTERREY, Juan A.; Segura, Amparo Sánchez (2008); “*Gobierno Corporativo, Conflictos de Agencia y Elección de Auditor*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 37, No.137, Enero-Marzo, pp.113-156.

MAYORAL MONTERREY, Juan A.; Segura, Amparo Sánchez (2011); “*Persistencia de la Rentabilidad – Un Estudio de sus Factores Determinantes*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 40, No.150, Abril-Junio, pp.287-317.

MARSTON, Claire; Polei, Annika (2004); “*Corporate Reporting on the Internet by German Companies*”; International Journal of Accounting Information Systems; Vol. 5, No.3, October, pp.285-311.

MARTINEZ, António L. (2001); “*Gerenciamento dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico das Companhias Abertas Brasileiras*”; Tese de Doutorado em Controladoria e Contabilidade; Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINS, G. A. (2002); “*Manual Para Elaboração de Monografias e Dissertações*”; São Paulo: Editora Atlas, 2th Edição.

MATHIESEN (2002) “*Encyclopedia for Corporate Governance*”, vide <http://vectorstudy.com/management-topics/corporate-governance>, acessado em Novembro de 2011.

MAUG, Ernst (1998); “*Large Shareholders as Monitors: Is There a Trade-Off Between Liquidity and Control?*”; *The Journal of Finance*; Vol. 53, No.1, February, pp.65-98.

McCAHERY, Joseph A.; Moerland, Piet; Raaijmakers, Theo; Renneboog, Luc D. R. (2002); “*Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*”; New York: Oxford University Press Inc.; 1th Edition.

McCONNELL, John J.; Servaes, Henri (1990); “*Additional Evidences on Equity Ownership and Corporate Value*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 27, No.2, October, pp.595-612.

McEWEN, Ruth A.; Hoey, Thomas J.; Brozovsky, John A. (2006); “*The FASB’s Codification Project: A Critical Step Toward Simplification*”; *Accounting Horizons*; Vol. 20, No.4, December, pp.391-398.

McGREGOR, Warren; Street, Donna L. (2007); “*IASB and FASB Face Challenges in Pursuit of Joint Conceptual Framework*”; *Journal of International Financial Management and Accounting*; Vol.18, No.1, Spring, pp.39-51.

McGUIRE, Joseph W. (1963); “*Business and Society*”; New York: McGraw-Hill.

McMULLEN, D. A. (1996); “*Audit Committee Performance: An Investigation of Consequences Associated with Audit Committees*”; *Auditing: A Journal of Practice and Theory*; Vol. 15, No.1, Spring, pp.87-103.

McNALLY, Graeme M; Eng, Lee H.; Hasseldine, C. Roy (1982); “*Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preferences, Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information*”; *Accounting and Business Research*; Vol. 13, No.49, Winter, pp.11-20.

McKINSEY & COMPANY (2002); “*Global Investor Opinion Survey*”; McKinsey and Company, *vide* www.iasplus.com/en/binary/resource/mckinsey.pdf, acedido em Julho de 2007.

McKINNON, Jill L.; Dalimunthe, Lian (1993); “*Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies*”; *Accounting and Finance*; Vol. 33, No.1, May, pp.33-50.

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.

MEEKS, Geoff; Swann, G. M. Peter (2009); “*Accounting Standards and the Economics of Standards*”; *Accounting and Business Research*; Vol. 39, No.3, Special, pp.191-210.

MEHRAN, Hamid (1992); “*Executive Incentive Plans, Corporate Control and Capital Structure*”; *Journal of Financial and Quantitative Analysis*; Vol. 27, No.4, December, pp.539-560.

MEHRAN, Hamid (1995); “*Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance*”; *Journal of Financial and Economics*; Vol. 38, No.2, June, pp.163-184.

MENDES, Cláudia A.; Rodrigues, Lúcia L. (2006); “*Estudo de Práticas de Earnings Management nas Empresas Portuguesas Cotadas em Bolsa: Identificação de Alisamento de Resultados e Factores Explicativos*”; *Tékhné – Revista de Estudos Politécnicos*; Vol. 3, No.5-6, Junho, pp.145-173.

MENDES, Cláudia A.; Rodrigues, Lúcia L. (2007); “*Determinantes da Manipulação Contabilística*”; *Tékhnē – Revista de Estudos Politécnicos*; Vol. 4, No.7, Junho, pp.189-210.

MENON, Krishnagopal; Williams, Joanne D. (1994); “*The Use of Audit Committees for Monitoring*”; *Journal of Accounting and Public Policy*; Vol. 13, No.2, Summer, pp.121-139.

MERINO MADRID, Elena; Lizano, Montserrat M.; Ochovo, Regino B. (2009); “*Retribución y Composición del Consejo de Administración: Evidencia Empírica para las Empresas Cotizadas Españolas*”; *Pecvnia*; Vol. 8, pp.203- 234.

MICHELSON, Stuart E.; Jordan-Wagner, J.; Wootton, Charles W. (2000); “*The Relationship Between the Smoothing of Reported Income and Risk-Adjusted Returns*”; *Journal of Economics and Finance*; Vol. 24, No.2, Summer, pp.141-159.

MICKLETHWAIT, John; Wooldridge, Adrian (2005); “*The Company: A Short History of a Revolutionary Idea*”; New York: A Modern Livrary Chronicles Book.

MILLSTEIN, Ira M.; Macavoy, Paul W. (1998); “*The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation*”; *Columbia: Law Review*; Vol. 5, June, pp.1283-1322.

MILLSTEIN, Ira M.; Macavoy, Paul W. (2004); “*The Recurrent Crisis in Corporate Governance*”; *Stanford Business Books*, 1th Edition, August.

MINGERS, John (2001); “*Combining is Research Methods: Towards a Pluralist Methodology*”; *Information Systems Research*; Vol. 12, No.3, September, pp.240-259.

MINISTÉRIO DAS FINANÇAS (2015); “*Aprovação dos Estatutos da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*”; Decreto-Lei n.º 5/2015, publicado no Diário da República, I Série, n.º 5, de 8 de Janeiro, pp.225-237.

MITTON, Todd (2002); “*A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis*”; *Journal of Financial Economics*; Vol. 64, No.2, May, pp.215-241.

MOHD-NASIR, Norita; Abdulah, Shamsul-Nahar (2004); “*Voluntary Disclosure and Corporate Governance in Malaysia: The Case of Financially Distressed Firms*”; *Cambridge: The Business Review*; Vol. 3, No.1, pp.103-109.

MOHIUDDIN, Md.; Karbhari, Yusuf (2010); “*Audit Committee Effectiveness: A Critical Literature Review*”; *AIUB Journal of Business and Economics*; Vol. 9, No.1, January, pp.97-125.

MOLINA SÁNCHEZ, Horacio; Tua Pereda, Jorge (2010); “*Reglas versus Principios Contables, Son Modelos Incompatibles?*”; *Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad*; Vol. 39, No.146, Abril-Junio, pp.259-287.

MONGE, Pablo (2013); “*La CNMV Endurece el Control a las Cotizadas para Evitar Más Pescanovas*”; *vide* <http://cincodias.com/cincodias/2013/05/21/mercados/>, acedido em Maio de 2013. Notícia apresentada pela Presidente da CNMV Elvira Rodriguez.

MOORE, Nicholas G. (1999); “*Financial Reporting: The Case for a New Global Model*”; *Pacific Accounting Review*; Vol. 11, No.1-2, pp.149-151.

MORA ENGUÍDANOS, Araceli; Inchausti, Begoña Giner (1996a); “*El Contenido de los Datos Contables para las Decisiones de Inversión*”; Madrid: ICAC – Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas.

MORA ENGUÍDANOS, Araceli; Rees, William (1996b); “*Un Análisis Empírico sobre la Práctica de la Consolidación Contable en las Empresas Españolas*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 26, No.86, Enero-Marzo, pp.161-178

MORA ENGUÍDANOS, Araceli; Rees, William (1998); “*The Early Adoption of Consolidated Accounting in Spain*”; The European Accounting Review; Vol. 7, No.4, pp.675-696.

MORAIS, Ana Isabel; Lourenço, Isabel Costa (2005); “*Apresentação das Demonstrações Financeiras – Interpretação e Aplicação da NIC 1*”; Lisboa: Publisher Team, Setembro.

MORAIS, Georgina C. Tamborino (2011); “*Gobierno Corporativo y la Eficacia del Control Interno: Caso das Empresas PSI 20 / IBEX 35*”; Granada: XVI Congreso AECA; 21 a 23 de Septiembre.

MORCK, Randall; Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. (1989); “*Alternative Mechanisms for Corporate Control*”; The American Economic Review; Vol. 79, No.4, September, pp.842-852.

MORCK, Randall; Yeung, Bernard; Yu, W. (2000); “*The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets have Synchronous Stock Price Movements?*”; Journal of Financial Economics; Vol. 58, No.1-2, pp.215-260.

MOREIRA, José A. C. (2001); “*Análise Financeira de Empresas: Da Teoria à Prática*”; Porto: Bolsa de Derivados do Porto, 4th Edição.

MOREIRA, José A. C. (2006); “*Manipulação para Evitar Perdas: O Erro do Conservantismo*”; Portuguese Journal of Accounting and Management; Vol. 3, May, pp.33-63.

MOREIRA, José A. C.; Pope, Peter F. (2007); “*Earnings Management to Avoid Losses: A Cost of Debt Explanation*”; Discussion Papers No. 2007-04 (CETE, FEP/UP), vide <https://ideas.repec.org/p/por/cetedp/0704.html>, accedido em Agosto de 2009.

MOREIRA, José M.; Gonçalves, H.; Oliveira, Gonçalo A. (2004); “*Corporate Governance em Portugal*”; Jaén - Úbeda: XII Conferencia Anual de Ética, Economía y Dirección – Ética y Finanzas, 3 y 4 de Junio, vide www.ujaen.es/huesped/xiiconfe/Comunicaciones.htm, accedido em Março de 2011.

MOSER, Donald V.; Martin, Patrick R. (2012); “*A Broader Perspective on Corporate Social Responsibility Research in Accounting*”; The Accounting Review; Vol. 87, No.3, May, pp.797-806.

MOSICH, Andrew N.; Larsen, E. John (1986); “*Intermediate Accounting*”; New York: McGraw-Hill, 6th Edition, January.

MONTGOMERY, Cynthia A.; Kaufman, Rhonda (2003); “*The Board’s Missing Link*”; Harvard Business Review; Vol. 81, No.3, March, pp.86-93.

MOZES, Haim A. (1998); “*The FASB’s Conceptual Framework and Political Support: The Lesson From Employee Stock Options*”; Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies; Vol. 34, No.2, September, pp.141-161.

MULFORD, Charles W.; Comiskey, Eugene E. (2005); “*The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices*”; John Wiley & Sons, Inc., September.

N

NAGAR, Venky; Nanda, Dhananjay; Wysocki, Peter D. (2003); “*Discretionary Disclosure and Stock-based Incentives*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 34, No.1-3, January, pp.283-309.

NAJM-UL-SEHAR; Bilal; Tufail, Sumaira (2013); “*Determinants of Voluntary Disclosure in Annual Report: A Case Study of Pakistan*”; Management and Administrative Sciences Review; Vol.2, No.2, pp.181-195.

NASER, Kamal H. M. (1994); “*Creative Financial Accounting: Its Nature and Use*”; Londres: Prentice-Hall, 1th Edition, January.

NEPOMUCENO, Valério (2002); “*A Queda da Contabilidade Gerencial e a Ascensão da Fraude Contábil nos Estados Unidos*”; Boletim do Ibracon; Vol. 24, Março/Abril.

NEVES, M. Elisabete D. (2009); *The Catering Theory of Dividends: The Moderating Role of Firm Characteristics, Corporate Governance Factors and Corporate Ownership*; España: Universidad de Salamanca, Facultad de Economía y Empresa; Departamento de Administración y Economía de la Empresa, Tesis Doctoral.

NEVES, João Carvalho (2000a); “*Análise Financeira: Técnicas Fundamentais*”; Lisboa: Texto Editora, Vol. I, 12th Edição.

NEVES, João Carvalho (2000b); “*Análise Financeira: Avaliação do Desempenho Baseada no Valor*”; Lisboa: Texto Editora, Vol. II, 12th Edição.

NEVES, João Carvalho (2001); “*Avaliação do Desempenho Económico*”; ISEG, Departamento de Gestão.

NEVES, João Carvalho (2002); “*Avaliação de Empresas e Negócios*”; Lisboa: Mc Graw Hill.

NEVES, João Carvalho; Fernandes, Manuel Meira (2011); “*BPN – Estado a Mais, Supervisão a Menos*”; Testemunhos de quem viveu os dias que antecederam a nacionalização; Lisboa: Actual Editora, Abril.

NEVES, João C.; Pimentel, Pedro M. (2004); “*The Equity Risk Premium in Portugal in the 1990’s and the Merton Approach*”; European Review of Economics and Finance, Vol. 3, No.1, January, pp.35-59.

NGUYEN, Pascal (2011); “*Corporate Governance and Risk-Taking: Evidence from Japanese Firms*”; Pacific-Basin Finance Journal; Vol. 19, No.3, June, pp.278-297.

NICKEL, Stephen; Nicolitsas, Daphne; Dryden Neil (1997); “*What Makes Firms Perform Well?*”; European Economic Review; Vol. 41, No.3-5, April, pp.783-796.

NIKKINEN, Jussi; Sahlström, Petri (2004); “*Does Agency Theory Provide a General Framework for Audit Pricing?*”; International Journal of Auditing; Vol. 8, No. 3, November, pp.253-262.

NOBES, Christopher W. (1983); “*A Judgemental International Classification of Financial Reporting Practices*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 10, No.1, March, pp.1-19.

NOBES, Christopher W. (2006a); “*The Survival of International Differences under IFRS: Towards a Research Agenda*”; *Accounting and Business Research*; Vol. 36, No. 3, pp.233-245.

NOBES, Christopher W. (2006b); “*Revenue Recognition and EU Endorsement of IFRS*”; *Accounting in Europe*; Vol. 3, No.1, pp.81-89.

NOBES, Christopher W.; Alexander, David (1994); “*A European Introduction to Financial Accounting*”; Canada: Pearson Education, 1th Edition, January.

NOBES, Christopher W.; Parker, Robert B. (2012); “*Comparative International Accounting*”; Prentice-Hall; 12th Edition, February.

NORONHA, G. M., D. K. Shome; G. E. Morgan (1996); “*The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions*”; *Journal of Banking and Finance*; Vol. 20, No.3, April, pp.439-454.

NUNES, Leonor C. F.; Serrasqueiro, Zélia M. S. (2004); “*A Informação Contabilística nas Decisões Financeiras das Pequenas Empresas*”; USP: Revista Contabilidade e Finanças; Vol. 15, No.36, Setembro-Dezembro, pp.87-96.

NUNES, Pedro C. (2001); “*Responsabilidade Civil dos Administradores Perante os Accionistas*”; Livraria Almedina.

NUNES, Sandra C. Dias (2006); “*Incidências – Modelo Logit e Medidas Aproximadas de Impactos Ambientais*”; Lisboa: Tese de Doutoramento em Matemática na Especialidade de Estatística pela Universidade Nova, Faculdade de Ciências e Tecnologia, Vol. I.

O

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2004); “*Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*”; Grupo de Orientação (*Steering Group*) sobre o Governo das Sociedades da OCDE; Paris: OCDE; vide www.oecd.org/, acessado em Março de 2007.

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2016); Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE; Éditions OCDE, Paris. <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264259195-pt.pdf?expires=1677169764&id=id&accname=guest&checksum=9E3A84B98DEA9EAE19634188BD96597F>.

OLIVEIRA, Fernando Faria de (2013); “*Impacto Foi tão Grande que Conduziu a um Novo Paradigma*”; *Diário Económico* de 15 de Setembro; in <http://economico.sapo.pt/noticias>; acessado em Setembro de 2013.

OLIVEIRA, Helena M. S.; Castro, E. F.; Teixeira, A. L. P. P.; Cunha, Carlos, A. S. (2004); “*A Teoria da Agência e a Lei Sarbanes-Oxley*”; Actas X Congresso de Contabilidade, Relato Financeiro e Responsabilidade Social; Lisboa, Centro de Congressos do Estoril, Novembro, pp.23-28.

OLIVEIRA, Helena M. S.; Lopes, Cláudia, M. F. P.; Cunha; Carlos, A. S. (2007); “*A Transparência da Informação Prestada pelas Entidades Emitentes*”; Lisboa: Revista de Contabilidade e Finanças; APPC – Associação Portuguesa de Peritos Contabilistas, n.º 88, Janeiro/Março, pp.9-14.

OLIVEIRA, Helena M. S.; Sousa, Benjamim M. F.; Teixeira, Alfredo, L. P. P. (2008); “*O Modelo das Demonstrações Financeiras de Acordo com o SNC*”; Lisboa: Revista de Contabilidade e Finanças; Associação Portuguesa de Peritos Contabilistas, n.º 94, Julho/Setembro, pp.14-27.

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*. España: Universidad de Vigo, Facultad de Ciencias Economicas y Empresariales. Tesis Doctoral.

OLIVEIRA, Jonas; Rodrigues, Lúcia L.; Craig, Russell (2013); “*Technical Note: Company Risk-Related Disclosures in a Code Law Country: A Synopsis*”; Australasian Accounting Business and Finance Journal; Vol.7, No.1, pp.123-130.

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.

OLIVEIRA, Silvio L. (2002); “*Tratado de Metodologia Científica: Projetos de Pesquisas*”; São Paulo: Editora Pioneira Thomson Learning, 2th Edição.

OLIVENCIA RUIZ, Manuel *et al.* (1999); “*El Buen Gobierno de las Sociedades*”, *vide* www.etnor.org/olivencia.pdf, acedido em Março de 2007hn.

OLLEROS RODRÍGUEZ, Antonio M. (2010); “*La Presentación de Estados Financieros*”; Técnica Contable; Vol. 62, No.729, Abril, pp.62-72.

ONCIOIU, Ionica; Oncioiu, Florin Razvan; Neuciu, Daniela (2012); “*Convergences and Divergences Related to Fair Value*”; Review of Business and Finance Studies; Vol. 3, No.2, October, pp.81-88.

OOGHE, Hubert; Vuyst, Veerle (1989); “*The Anglo-Saxon Versus the Continental European Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium*”, Vlerick Leuven Gent Management School, *vide* <http://econpapers.repec.org/paper/vlgvlgwps/2001-6.htm>, acedido em Janeiro de 2007.

Orden Ministerial ECO/3722/2003, de 26 de Diciembre, sobre el Informe Anual de Gobierno Corporativo y Otros Instrumentos de Información de las Sociedades Anónimas Cotizadas y Otras Entidades; Madrid: Boletín Oficial del Estado, n.º 7, de 8 de Enero de 2004, pp.389-393, *vide* <http://www.boe.es/boe/dias/2004/01/08/pdfs/A00389-00393.pdf>, acedido em Setembro de 2010.

OTHMAN, Rohana; Ishak, Lli F.; Arif, Siti M. Mohd; Aris, Nooraslinda A. (2014); “*Influence of Audit Committee Characteristics on Voluntary Ethics Disclosure*”; Procedia – Social and Behavioral Sciences; Vol. 145, No.25, August, pp.330-342.

OWUSU-ANSAH, Stephen (1998); “*The Impact of Corporate Attributes on the Extent of Mandatory Disclosure and Reporting by Listed Companies in Zimbabwe*”; The International Journal of Accounting; Vol. 33, No.5, December, pp.605-631.

P

PAGE, Jean-Paul (2005); “*Corporate Governance and Value Creation*”; Research Foundation Publications; Vol. 2005, No.1, May, pp.1-77, *vide* www.cfapubs.org/toc/rf/-2005/2005/1, acedido em Janeiro de 2013.

PALEPU, Krishna G.; Healy, Paul M. (2012); “*Business Analysis and Valuation: Using Financial Statements*”; Harvard Business School Publishing Company, 5th Edition, Summer.

PARK, Yun W; Shin, Hyun-Han (2004); “*Board Composition and Earnings Management in Canada*”; Journal of Corporate Finance; Vol. 10, No.3, June, pp.431-457.

PARKINSON, John E. (1995); “*Corporate Power and Responsibility: Issues in the Theory of Company Law*”; Clarendon Press, April.

PARTE-ESTEBAN, Laura; Angulo, J. A. Gonzalo (2009); “*¿Se Maquillan los Resultados de las Cotizadas en España?*”; Universia Business Review; No.21, Primer Trimestre, pp.36-55.

PATELL, James M. (1976); “*Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behaviour: Empirical Tests*”; Journal of Accounting Research; Vol. 14, No.2, Autumn, pp.246-276.

PATELLI, Lorenzo; Prencipe, Annalisa (2007); “*The Relationship Between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder*”; European Accounting Review; Vol. 16, No.1, January, pp.5-33.

PATON, William Andrew (1922); “*Accounting Theory – With Special Reference to Corporate Enterprise*”; New York: The Ronald Press Company.

PATON, William Andrew; Littleton, A. C. (1940); “*An Introduction to Corporate Accounting Standards*”; AAA – American Accounting Association.

PEARCE, John A.; Zahra, Shaker A. (1992); “*Board Compensation From a Strategic Contingency Perspective*”; Journal of Management Studies; Vol. 29, No.4, July, pp.411-438.

PEASNELL, Ken V.; Pope, Peter F.; Young, Steven (2005); “*Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 32, No.7-8, September, pp.1311-1346.

PENG, Lin; Röell, Ailsa (2008); “*Executive Pay and Shareholder Litigation*”; Review of Finance; Vol. 12, No.1, pp.141-184.

PENMAN, Stephen H. (1980); “*An Empirical Investigation of the Voluntary Disclosure of Corporate Earnings Forecasts*”; Journal of Accounting Research; Vol. 18, No.1, Spring, pp.132-160.

PENMAN, Stephen H. (1996); “*The Articulation of Price-Earnings Ratios and Market-To-Book Ratios and the Evaluation of Growth*”; Journal of Accounting Research; Vol. 34, No.2, Autumn pp.235-259.

PENMAN, Stephen H.; Zhang, Xiao-Jun (2002); “*Accounting Conservatism, the Quality of Earnings and Stock Returns*”; The Accounting Review; Vol. 77, No.2, April, pp.237-264.

PENMAN, Stephen H. (2007); “*Financial Reporting Quality: Is Fair Value a Plus or a Minus?*”; Accounting and Business Research; Special Issue: International Accounting Policy Forum, pp.33-44.

PENMAN, Stephen H. (2009); “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”; McGraw-Hill; 5th Edition, March.

PENNER, James E.; *Kreuze, Jerry G.; Langsam, Sheldon* (2013); “*Long-Lived Asset Impairments in the Shipping Industry and the Impact on Financial Statement Ratios: Comparing U.S. GAAP and IFRS Standards*”; *International Journal of Accounting and Financial Reporting*; Vol. 3, No.2, June, pp.76-92.

PEREIRA, Alexandre (2006); “*SPSS – Guia Prático de Utilização, Análise de Dados para Ciências Sociais e Psicologia*”; Lisboa: Edições Sílabo, 7th Edição Reimpressão.

PEREIRA, Ana Torres (2015); “*PWC Diz Não Haver Evidências de Ter Havido Análise de Risco Antes do Empréstimo à Rioforte*”; *Jornal de Negócios*, de 8 de Janeiro, vide www.jornaldenegocios.pt/, acedido em Janeiro de 2015.

PEREIRA, João Vieira (2014); “*CASO BES/GES: As Revelações do Contabilista*”; *Jornal Expresso – Caderno de Economia*, de 13 de Dezembro, vide <http://expresso.sapo.pt/economia>, acedido em Dezembro de 2014.

PERERA, M. H. B. (1989); “*Towards a Framework to Analyze the Impact of Culture on Accounting*”; *The International Journal of Accounting*; Vol. 24, pp.42-56.

PEREZ, Valeria; *Perry, Germán R. Pinto* (2011); “*Una Revision de las Metodologias de Investigación Contable*”; *CAPIC Review*; Vol. 9, No.2, pp.87-98, vide www.capic.cl/capic/images/-vol9art8.pdf, acedido em Junho de 2013.

PESTANA, M. Helena; *Gageiro, João N.* (2008); “*Análise de Dados para as Ciências Sociais – A Complementaridade do SPSS*”; Lisboa: Edições Sílabo, 5th Edição.

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.

PETTIGREW, Andrew M.; *McNulty, Terry* (1995); “*Power and Influence in and Around the Boardroom*”; *Human Relations*; Vol. 48, No.8, August, pp.845-873.

PFEFFER, Jeffrey (1972); “*Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and Its Environment*”; *Administrative Science Quarterly*; Vol. 17, No.2, June, pp.218–228.

PFEFFER, Jeffrey; *Salancik, Gerald R.* (1978); “*The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*”; New York: Harper and Row Publishers, vide http://web.unitn.it/files/download/12425/the_external-control_of_organizations_ch3_pfeffer.pdf, acedido em Junho de 2007.

PHILLIPS, John; *Pincus, Morton; Rego, Sonja O.* (2003); “*Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense*”; *The Accounting Review*; Vol. 78, No.2, April, pp.491-521.

PICKETTE, K. H. Spencer (2005); “*Auditing the Risk Management Process*”; John Wiley & Sons, Inc., 1th Edition, July.

PIMENTEL, Liliana M. (2011); “*Perspectives on Earnings Quality: An Integrated Approach from European Listed Companies*”; Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

PINA MARTINEZ, Vicente *et al.* (1988); “*Efectos Economicos de las Normas Contables*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Abril.

PINA MARTINEZ, Vicente (1989); “*Contenido Informativo y Ventajas de las Normas Contables sobre Información Segmentada*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 19, No.59, pp.513-531.

PINCUS, Karen V.; Rusbarsky, Mark; Wong, Jilnaught (1989); “*Voluntary Formation of Corporate Audit Committees Among NASDAQ Firms*”; Journal of Accounting and Public Policy; Vol. 8, No.4, Winter, pp.239-265.

PINDYCK, Robert S.; Rubinfeld, Daniel L. (2000); “*Econometric Models and Economic Forecasts*”; McGraw-Hill Publishing, 4th Edition, December.

PISÓN FERNÁNDEZ, Irene (2001); “*Dirección y Gestión Financiera de la Empresa*”; Madrid: Ediciones Pirámide.

POC - Plano Oficial de Contabilidade (1977); Decreto-Lei n.º 47/77, de 7 de Fevereiro; Plano Oficial de Contabilidade Atualizado; Porto: Porto Editora, 1986.

POC - Plano Oficial de Contabilidade (2005); Decreto-Lei n.º 410/89, de 21 de Novembro, com as alterações resultantes do Decreto-Lei n.º 238/91, de 2 de Julho e do Decreto-Lei n.º 35/2005, de 17 de Fevereiro; Plano Oficial de Contabilidade; Porto: Porto Editora, 23th Edição, Março.

POLO, Andrea (2007); “*Corporate Governance of Banks: The Current State of the Debate*”; January; vide http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=958796, acedido em Março de 2010.

POPE, Peter F.; Peasnell, Ken V.; Young, Steven (1998); “*Outside Directors, Board Effectiveness, and Earnings Management*”; Working Paper, April, in http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=125348, acedido em Setembro de 2007.

POPE, Peter F.; Walker, Martin (2003); “*Ex-ante and Ex-post Accounting Conservatism, Asset Recognition and Asymmetric Earnings Timeliness*”; Working Paper, October, in www.cass.city.ac.uk/data/assets/word/doc/0011/40610/PopeandWalker1.docx, acedido em Setembro de 2013.

POPOVA, Tatiana; Georgakopoulos, Georgios; Sotiropoulos, Ioannis; Vasileiou, Konstantinos (2013); “*Mandatory Disclosure and Its Impact on the Company Value*”; International Business Research; Vol. 6, No.5, pp.1-16.

PORTUGAL TELECOM (2011); “*Relatório e Contas 2011*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acedido em Junho de 2013.

PORTUGAL TELECOM (2012); “*Relatório e Contas 2012*”; versão em português e inglês, vide www.cmvm.pt/, acedido em Junho de 2013.

POUNDER, Bruce (2010); “*Another Step on the Path to Transparency*”; Strategic Finance; Vol. 91, No.9, March, pp.15-19, vide www.readperiodicals.com/201003/19822210-61.html, acedido em Junho de 2013.

PREVITS, Gary J.; Merino, Barbara D. (1998); “*A History of Accountancy in the United States: The Cultural Significance of Accounting*”; Ohio State University Press.

PROWSE, Stephen D. (1992); “*The Structure of Corporate Ownership in Japan*”; The Journal of Finance; Vol. 47, No.3, July, pp.1121-1140.

PWC – PricewaterhouseCoopers (1999); “*Value Reporting*”; Forecasts 2000; vide www.pwc.com/us/en/audit-assurance-services/accounting-advisory/fair-value-assessments.jhtml, acessado em Junho de 2010.

PWC – PricewaterhouseCoopers (2004); “*Sarbanes-Oxley Act: Section 404 – Practical Guidance for Management*”; vide www.pwc.fr/fr/pwc_pdf/pwc_soa_guide.pdf, acessado em Dezembro de 2010.

PWC – PricewaterhouseCoopers (2014); “*Exercício Transversal de Revisão das Imparidades dos Créditos Concedidos*”; Março, in Jornal de Negócios, de 7 de Novembro, pp.7, vide www.jornaldenegocios.pt/, acessado em Novembro de 2014.

Q

QUIVY, Raymond; Campenhoudt, Luc Van (2008); “*Manual de Investigação em Ciências Sociais*”; Lisboa: Gradiva – Publicações, 5ª Edição, Outubro.

R

RADEBAUGH, Lee H.; Gray, Sidney J.; Black, Ervin L. (2006); “*International Accounting and Multinational Enterprises*”; John Wiley & Sons, Inc., 6th Edition, January.

RAFFOURNIER, Bernard (1990); “*La Théorie Positive de la Comptabilité: Une Revue de la Littérature*”; Economies et Sociétés, n.º 16, pp.137-166.

RAFFOURNIER, Bernard (1995); “*The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies*”; The European Accounting Review; Vol. 4, No.2, pp.261-280.

RAJAN, Raghuram G. (1992); “*Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm’s length Debt*”; The Journal of Finance, Vol. 47, No.4, September, pp.1367-1400.

REES, Lynn; Gill, Susan; Gore, Richard (1996) “*An Investigation of Asset Write-Downs and Concurrent Abnormal Accruals*”; Journal of Accounting Research; Vol. 34, Supplement, pp.157-169.

REES, Lynn (2012); “*Principles-Based Versus Rules-Based Accounting Standards*”; Financial Press News and Opinion; Vol. 24, April, vide www.fasri.net/index.php/2012-/04/principles-based-versus-rules-based-accounting-standards/, acessado em Janeiro de 2013.

RENNEBOOG, Luc D. R. (2000); “*Ownership Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange*”; Journal of Banking and Finance; Vol. 24, No.12, December, pp.1959-1995.

REPORT TO COUNCIL OF THE SPECIAL COMMITTEE ON RESEARCH PROGRAM (1958); The Journal of Accountancy, December, pp.62-68, vide http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/-collection/papers/1950/1958_0901-ReportResearchT.pdf, acessado em Junho de 2007.

RICHARDSON, Scott A.; Teoh, Siew H.; Wysocki, Peter D. (1999); “*Tracking Analysts’ Forecasts Over the Annual Earnings Horizon: Are Analysts’ Forecasts Optimistic or Pessimistic?*”; Michigan: Working Paper University of Michigan.

RICHARDSON, Alan J. (2002); “*Professional Dominance: The Relationship Between Financial Accounting and Managerial Accounting, 1926-1986*”; The Accounting Historians Journal; Vol. 29, No.2, December, pp.91-121.

RICHARDSON, Gordon; Tinaikar, Surjit (2004); “*Accounting Based Valuation Models. What Have We Learned?*”; Accounting and Finance; Vol. 44, No.2, July, pp.223-255.

RINKE, Dolores F. (2011); “*Improving the Information in Financial Statements*”; International Journal of Business and Social Science; Vol. 2, No.18, October, pp.64-69.

RODRIGUES, João (2005); “*Adopção em Portugal das Normas Internacionais de Relato Financeiro*”; Lisboa: Áreas Editora, 2th Edição, Novembro.

RODRIGUES, João (2014); “*Sistema de Normalização Contabilística Explicado*”; Porto: Porto Editora, 4th Edição, Março.

RODRIGUES, P. Jesus; Ferreira, R. Pinto (2009); “*SNC – Todas as Perguntas e Respostas*”; Porto: Porto Editora, Dezembro.

RODRIGUES, Jorge J. M.; Seabra, Fernando; Mata, Carlos (2008); “*Independência dos Administradores nos Bancos Portugueses no PSI20*”; Lisboa: Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão; Vol.7, No.3, Julho.

RODRIGUES, Jorge J. M. (2009); “*Corporate Governance – Retomar a Confiança Perdida*”; Lisboa: Escolar Editora.

RODRIGUES, Lúcia L.; Pereira, Ana A. C. (2004); “*Manual de Contabilidade Internacional: A Diversidade Contabilística e o Processo de Harmonização Internacional*”; Lisboa: Publisher Team, Janeiro.

RONEN, Joshua; Sadan, Simcha (1981); “*Smoothing Income Numbers: Objectives, Means and Implications*”; Massachusetts: Addison-Wesley Educational Publishers Inc., September.

RONEN, Joshua; Tzur, Joseph; Yaari, Varda L. (2007); “*Legal Insider Trading, CEO’S Incentive and Quality of Earnings*”; Corporate Governance and Control; Spring, pp.210-219, vide http://pages.stern.nyu.edu/~jronen/articles/Legal_Insider_Trading.pdf, acedido em Junho de 2009.

ROSA, Eugénio O. G. (2012); “*Os Grupos Económicos e o Desenvolvimento em Portugal no Contexto da Globalização*”; Tese de Doutoramento, Instituto Superior de Economia e Gestão (ISEG), Universidade Técnica de Lisboa.

ROS CERESO, Rafael M. (2007); “*La Ley de Transparencia de las Sociedades Anonimas Cotizadas: Ley 26/203, de 17 de Julio, de Modificación*”; Editorial Aranzadi, 2th Edición.

ROSS, Stephen A. (1973); “*The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*”; American Economic Association; Vol. 63, No.2, May, pp.134-139.

RUIZ ALBERT, Ignacio; Briones, Joaquina Laffarga; Cardoso, Sergio M. Jimenez (2003); “*Factors Determining Information Disclosure*”; vide <http://personal.us.es/ira/articulosyabstracts/abstract%20EAA2003.pdf>, acedido em Junho de 2007.

RULAND, William; Tung, Samuel; George, Nashwa E. (1990); “*Factors Associated with the Disclosure of Managers’ Forecasts*”; *The Accounting Review*; Vol. 65, No.3, July, pp.710-721.

RYAN, Bob; Scapens, Robert W.; Theobald, Michael (2004); “*Metodología de la Investigación en Finanzas y Contabilidad*”; Ediciones Deusto.

S

SÁ, A. Lopes (2009); “*Realidade sobre as Normas Internacionais de Contabilidade*”; *Revista da Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas*, Edição Especial, pp.5-7.

SÁEZ OCEJO, J. Luís (1998); “*Contabilidad Creativa y Factores Determinantes*”; *Técnica Contable*; No.596-597, Agosto-Septiembre, pp.629-636.

SALAMON, Gerald L.; Dhaliwal, Dan S. (1980); “*Company Size and Financial Disclosure Requirements with Evidence from the Segmental Reporting Issue*”; *Journal of Business Finance and Accounting*; Vol. 7, No.4, December, pp.555-568.

SALANCIK, Gerald R. (1979); “*Interorganizational Dependence and Responsiveness to Affirmative Action: The Case of Women and Defense Contractors*”; *Academy of Management Journal*; Vol. 22, No.2, June, pp.375-394.

SALAS FUMÁS, Vicente (2002); “*El Gobierno de la Empresa: Presentación*”; *Ekonomiaz: Revista Vasca de Economía*; Vol. 50, 2.º Cuatrimestre, pp.10-27.

SALKIND, Neil J. (1998); “*Métodos de Investigación*”; México: Editora Prentice Hall, 3.ª Edición.

SALMON, Walter J. (1993); “*Crisis Prevention: How to Gear Up Your Board*”; *Harvard Business Review*; Vol. 71, No.1, January-February, pp.68-75.

SALSA, M. Leonor C. R. (2009); “*A Política de Dividendos e o Ciclo de Vida das Empresas*”; Tese de Doutoramento, Universidade do Algarve, Portugal.

SAMPAIO, Albino Forjaz (1997); “*Bibliografia*”; *Revista de Contabilidade e Comércio*; Vol. 54, No.216, Outubro, pp.584.

SAMPAIO, Maria de Fátima Rodrigues Cravo (2001); “*Contabilização do Imposto sobre o Rendimento das Sociedades*”; Lisboa: Vislis Editores, Lda.

SAMUELSON, Paul A.; Samuelson, Nordhaus; Nordhaus, William D.; (2011); “*Economia*”; Editora McGraw-Hill, 19th Edition.

SANTANA MARTÍN, Domingo J.; Sánchez, Carolina B.; Alemán, Jerónimo P. (2007); “*Estructura de Propiedad y Capacidad Informativa de los Resultados Contables*”; Madrid: AECA – *Revista Española de Financiación y Contabilidad*; Vol. 36, No.133, Enero-Marzo, pp.55-72.

SAPPINGTON, David E. M. (1991); “*Incentives in Principal-Agent Relationships*”; *Journal of Economic Perspectives*; Vol. 5, No.2, Spring, pp.45-66.

SARENS, Gerrit; Beelde, Ignace (2006); “*Internal Auditors’ Perception About Their Role in Risk Management: A Comparison Between US and Belgian Companies*”; *Managerial Auditing Journal*; Vol. 21, No.1, pp.63-80.

SCHAUTEN, Marc B. J.; Blom, Jasper (2006); “*Corporate Governance and the Cost of Debt*”; Netherlands: Erasmus University Rotterdam; September, vide <http://ssrn.com/paper=933615>, acessado em Agosto de 2012.

SCHIEBEL, Alexander (2007); “*Is There a Solid Empirical Foundation for the IASB’s Draft IFRS for SME?*”; vide http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=994684, acessado em Novembro de 2011.

SCHIPPER, Katherine (1981); “*Discussion of Voluntary Disclosure: The Case of Interim Reporting*”; Journal of Accounting Research; Vol. 19, Supplement, pp.85-88.

SCHIPPER, Katherine (1989); “*Commentary On Earnings Management*”; Accounting Horizons; Vol. 3, No.4, December, pp.91-102.

SCHIPPER, Katherine (1991); “*Commentary on Analysts’ Forecast*”; Accounting Horizons; Vol. 5, pp.105-121.

SCHIPPER, Katherine (2003); “*Principles-Based Accounting Standards*”; Accounting Horizons; Vol. 17, No.1, March, pp.61-72.

SCHIPPER, Katherine; Vicent, Linda (2003); “*Earnings Quality*”; Accounting Horizons; Vol. 17, Supplement, pp.97-110.

SCHMIDT, Paulo (2000); “*História do Pensamento Contábil*”; Porto Alegre; Bookman Companhia Editora.

SCHRAND, Catherine M.; Elliot, John A. (1998); “*Risk and Financial Reporting: A Summary of the Discussion at the 1997 AAA/FASB Conference*”; Accounting Horizons; Vol. 12, No.3, September, pp.271-282.

SCOTT, Thomas W. (1994); “*Incentives and Disincentives for Financial Disclosure: Voluntary Disclosure of Defined Benefits Pension Plan Information by Canadian Firms*”; The Accounting Review; Vol. 69, No.1, January, pp.26-43.

SCOTT, William R. (2003); “*Organizations: Rational, Natural and Open Systems*”; Prentice Hall, 5th Edition, July.

SCOTT, William R. (2011); “*Financial Accounting Theory*”; Prentice-Hall, 6th Edition, May.

SEC – US Security and Exchange Commission (2002); Ley Sarbanes-Oxley Act, *Public Law 107-204, July 30, 2002*, “*An Act to Protect Investors by Improving the Accuracy and Reliability of Corporate Disclosures Made Pursuant to the Securities Laws and For Other Purposes*”; One Hundred Seventh Congress of the United States of America; vide www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf, acessado em Julho de 2007.

SEC – US Security and Exchange Commission (2003); “*Study Pursuant to Section 108(d) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 on the Adoption by United States Financial Reporting System of a Principles-Based Accounting System*”; vide www.sec.gov/news/studies/-principlesbasedstand.htm, Principles-Based approach to US Standard Setting, FASB (2002).

SEC – US Securities and Exchange Commission (2007); “*Commission Guidance Regarding Management’s Report on Internal Control Over Financial Reporting Under Section 13(a) or 15(d) of the Securities Exchange Act of 1934*”; Washington, D.C., 20 de Junho, vide www.sec.gov/rules/interp/2007/33-8810.pdf, acessado em Março de 2011.

SERENS, M. Nogueira (2012); “*Código das Sociedades Comerciais*”; Coimbra: Edições Almedina, 27th Edição, Julho.

SERRASQUEIRO, Rogério M. (2013); “*La Divulgación de los Riesgos por las Empresas: Análisis de las Divulgaciones Efectuadas por las Empresas No Financieras de Países de Influência Continental del STOXX 50 en los Años de 2007 a 2011*”; España: Universidad Autónoma de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Tesis Doctoral.

SHARIF, Saeed P.; Kyid, Yeoh K. (2014); “*Independent Directors’ Resource Provision Capability in Publicly-listed Companies in Malaysia*”; Corporate Ownership and Control; Vol. 11, No.3, Spring, pp.113-121.

SHARPE, Steven A. (1990); “*Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships*”; The Journal of Finance, Vol. 45, No.4, September, pp.1069-1087.

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.

SHLEIFER, Andrei; Vishny, Robert W. (1986); “*Large Shareholders and Corporate Control*”; The Journal of Political Economy; Vol. 94, No.3, June, pp.461-488.

SHLEIFER, Andrei; Vishny, Robert W. (1994); “*Politicians and Firms*”; The Quarterly Journal of Economics; Vol. 109, No.4, November, pp.995-1025.

SHLEIFER, Andrei; Vishny, Robert W. (1997); “*A Survey of Corporate Governance*”; The Journal of Finance; Vol. 52, No.2, June, pp.737-783.

SHORT, Helen; Keasey, Kevin; Hull, Alison; Wright, Mike; (1998); “*Corporate Governance, Accountability and Enterprise*”; Corporate Governance: An International Review, Vol. 6, No.3, July, pp.151-165.

SHORT, Helen; Keasey, Kevin; Wright, Mike; Hull, Alison (1999); “*Corporate Governance: From Accountability to Enterprise*”; Accounting and Business Research, Vol. 29, No.4, Autumn, pp.337-352.

SHORT, Helen; Zhang, Hao; Keasey, Kevin (2002); “*The Link Between Dividend Policy and Institutional Ownership*”; Journal of Corporate Finance; Vol.8, No.2, March, pp.105-122.

SHROFF, Pervin K.; Venkataraman, Ramgopal; Zhang, Suning (2004); “*The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings: An Event-Based Approach*”; Contemporary Accounting Research, Vol. 30, No.1, Spring, pp.215-241.

SIERRA MOLINA, Guillermo J.; Pérez, B. Escobar (1998); “*¿Satisfacen las Cuentas Anuales las Necesidades de Información del Usuario?*”; Partida Doble, No.93, Octubre, pp.12-17.

SILVA, Fernando V. Gonçalves; Pereira, J. M. Esteves; Rodrigues, Lúcia Lima (2006a); “*Contabilidade das Sociedades*”; Lisboa: Plátano Editora, Janeiro, 12th Edição Actualizada.

SILVA, A. S.; Vitorino, A.; Alves, C. F.; Cunha, J. A.; Monteiro, M. A. (2006b); “*Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*”; Instituto Português de Corporate Governance, Fevereiro, vide www.cmvm.pt/, acedido em Janeiro de 2008.

SILVA, Marta Marques (2013); “*Onze Escândalos de um Cultura de Risco que Ainda Sobrevive*”; Diário Económico de 15 de Setembro; vide <http://economico.sapo.pt/noticias>; acedido em Setembro de 2013.

SILVEIRA, Alexandre M. Di Miceli (2004); “*Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil*”; São Paulo: FEA/USP; Tese de Doutorado – Departamento de Administração, Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre M. Di Miceli (2010); “*Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e Prática*”; Rio de Janeiro: Elsevier.

SIMÕES, Sónia (2014); “*Ex-Administrador do BES: Eu Sabia Tanto de Bancos como de Calceteiro*”; Jornal i; Entrevista publicada no dia 5 de Setembro de 2014, in www.ionline.pt/, acedido em Setembro de 2014.

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.

SKINNER, Douglas J. (1994); “*Why Firms Voluntarily Disclose Bad News*”; Journal of Accounting Research; Vol. 32, No.1, Spring, pp.38-60.

SPENCE, A. Michael (1973); “*Job Market Signaling*”; The Quarterly Journal of Economics; Vol. 87, No.3, August, pp.355-374.

SPENCE, A. Michael (1974) “*Market Signalling: Information Transfer in Hiring and Related Screening Processes*”; London, England: Harvard University Press.

STIGLITZ, Joseph E. (2000); “*The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics*”; The Quarterly Journal of Economics; Vol. 115, No.4, November, pp.1441-1478.

SMITH, Adam (1775a); “*Inquérito sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*”; Fundação Calouste Gulbenkian, Vol. I, Edição de 2006.

SMITH, Adam (1775b); “*Inquérito sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*”; Fundação Calouste Gulbenkian, Vol. II, Edição de 1981.

SMITH Jr., Clifford W.; Watts, Ross L. (1992); “*The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*”; Journal of Financial Economics; Vol. 32, No.3, December, pp.263-292.

SNC – *Sistema de Normalização Contabilística*; Porto: Porto Editora, 5th Edição, Outubro de 2014; Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de Julho, publicado no Diário da República, Série I, n.º 133, pp.4375-4384.

SOCÍAS SALVÁ, Antonio; Bascones, Raquel H.; Florit, David P.; Rosselló, Patricia H.; Arbona, Gabriel J.; Gilet, Antonio L.; Julià, Miguel P. (2008); “*Contabilidad Financiera: El Modelo Contable Básico – Teoría y Supuestos*”; Madrid: Ediciones Pirámide, 2th Edición, Agosto.

SOLOMONS, David (1997); “*Guidelines for Financial Reporting Standards*”; New York: Garland Publishing Inc., September.

SOLOMON, Jill F. (2010); “*Corporate Governance and Accountability*”; John Wiley & Sons, 3th Edition, February.

SOUSA FERNÁNDEZ, Francisco (2009); “*Fundamentos Conceptuales del Resultado Global*”; ASEPUC – Spanish Accounting Review; Vol. 12, No.2, July, pp.215-252.

STRISCHEK, D. (1980); “*Analyzing the Quantity and Quality of Cash Flow for Long-Term Borrowing*”; Journal of Commercial Bank Lending; May, pp.30-44.

STONE, Melissa M.; Ostrower, Francie (2007); “*Acting in the Public Interest? Another Look at Research on Nonprofit Governance*”; Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly; Vol. 36, No.3, September, pp.416-438.

STOREY, Reed K.; Storey, Sylvia (1998); “*Special Report – The Framework of Financial Accounting Concepts and Standards*”; Connecticut: FASB, vide www.fasb.org/, acedido em Julho 2012.

STRONG, N.; Waterson, M. (1987); “*Principals, Agents and Information*”; R. Clarke & T. McGuiness (ed.), The Economics of the Firm, Blackwell Publishers.

SUTTON, David (2011); “*Conceptual Framework Coherence: Why and How*”; Working Paper No.88, December, vide http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2028740, acedido em Junho de 2012.

T

TARCA, Ann (2004); “*International Convergence of Accounting Practices: Choosing Between IAS an US GAAP*”; Journal of International Financial Management and Accounting; Vol. 15, No.1, March, pp.60-91.

TASCÓN, María T. (2011); “*Discusión sobre la Relevancia Valorativa del Resultado Global Frente al Resultado Neto: Una Perspectiva Europea*”; Madrid: AECA – Revista Española de Financiación y Contabilidad; Vol. 40, No.150, Abril-Junio, pp.351-362.

TAVARES, Carlos (2013); “*Supervisão não Substitui os Princípios da Ética*”; Diário Económico de 15 de Setembro; in <http://economico.sapo.pt/noticias>; acedido em Setembro de 2013.

TAVARES, Marcelo (2007); “*Uso de Questionários na Coleta de Dados*”; Brasil: Universidade Federal de Uberlândia – Faculdade de Matemática.

TEIXEIRA, Sebastião (2013); “*Gestão das Organizações*”; Lisboa: Escolar Editora; 3th Edição.

THEÓPHILO, Carlos Renato (2004); “*Pesquisa em Contabilidade no Brasil: Uma Análise Crítico-Epistemológica*”; São Paulo: Tese de Doutorado em Ciências Contábeis; Universidade de São Paulo.

TIAGO, Adélia; Almeida, Rui; Pascoal, Telmo (1999); “*Prestação de Contas: Elaboração, Apreciação, Depósito e Publicação*”; Lisboa: Protocontas.

TIROLE, Jean (2001); “*Corporate Governance*”; *Econometrica – Journal of the Econometric Society*; Vol. 69, No.1, January, pp.1-35.

TITMAN, Sheridan; Wessels, Roberto (1988); “*The Determinants of Capital Structure Choice*”; *The Journal of Finance*; Vol. 43, No.1, March, pp.1-19.

TOMASZEWSKI, Sylwia Gornik; McCarthy, Irene N. (2003); “*Cooperation Between FASB and IASB to Achieve Convergence of Accounting Standards*”; *Review of Business*, Vol. 24, No.2, pp.52-59.

TREADWAY JR., James C. *et al.* (1987); “*Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting*”; National Commission on Fraudulent Financial Reporting, October.

TRICKER, Robert Ian (1995); “*International Corporate Governance: Text, Readings and Cases*”; Prentice-Hall College Div, April.

TRUEMAN, Brett (1997); “*Managerial Disclosures and Shareholder Litigation*”; *Review of Accounting Studies*; Vol. 2, No.2, pp.181-199.

TUA PEREDA, Jorge (1985); “*Lecturas de Teoría y Investigación Contable*”; Ed. Centro Interamericano Jurídico-Financiero, Medellín.

TUA PEREDA, Jorge (1988); “*Evolución del Concepto de Contabilidad Atraves de sus Definiciones*”; in *XXV Anos de Contabilidad Universitaria en España – Homenaje a Mario Pifarré Riera*; Instituto de Planificación Contable; Madrid: Ministerio de Economía y Hacienda, pp.896-956, *vide* www.uady.mx/~contadur/ca_boletin_punto_de_vista_5/03%20teoria%20evolucion%20-concepto.pdf, acedido em Junho de 2007.

TUA PEREDA, Jorge (1989) “*Los Principios Contables en el Ordenamiento Jurídico*”, in Cea García, José L. *et al.* (1989); “*Lecturas Sobre Principios Contables: Recopilación de Trabajos de Varios Autores*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Monografía No.13, pp.57-93.

TUA PEREDA, Jorge (1995); “*Lecturas de Teoría y Investigación Contable*”; Medellín: Ed. Centro Interamericano Jurídico-Financiero.

TUA PEREDA, Jorge (1996); “*Ampliar el Marco Conceptual de la Información Financiera*”; *Boletín AECA*, No.40, Febrero-Junio, pp.5-9.

TUA PEREDA, Jorge (1997); “*Necesitamos un Marco Conceptual?*”; Porto: *Revista de Contabilidade e Comércio*; No.213, 1.º Trimestre, pp.29.

TUA PEREDA, Jorge; Angulo, J. A. Gonzalo (1999); “*Normas Internacionales de Auditoría de la IFAC*”; Ediciones del Instituto de Auditores; Madrid: 2th Edición.

TUA PEREDA, Jorge (2000a); “*Presentación*”; in Tua Pereda, Jorge *et al.* (2000); “*El Marco Conceptual para la Información Financiera: Análisis y Comentarios*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Septiembre, pp.7-11.

TUA PEREDA, Jorge (2000b); “*Principios Contables Versus Hipótesis Básicas*”; in Tua Pereda, Jorge *et al.* (2000); “*El Marco Conceptual para la Información Financiera: Análisis y Comentarios*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, pp.161-194.

TUA PEREDA, Jorge; Cemboráin, Raúl O. Yebra; Álvarez, A. Pulido (2012); “*Marco Conceptual de la Información Financiera*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Octubre.

TURLEY, Stuart; Zaman, Mahbub (2004); “*The Corporate Governance Effects of Audit Committees*”; Journal of Management and Governance; Vol. 8, No.3, September, pp.305-332.

V

VAFEAS, Nikos; Theodorou, Elena (1998); “*The Relationship Between Board Structure and Firm Performance in the UK*”; The British Accounting Review; Vol. 30, No.4, December, pp.383-407.

VAFEAS, Nikos (2000); “*Board Structure and the Informativeness of Earnings*”; Journal of Accounting and Public Policy; Vol. 19, No.2, June, pp.139-160.

VALADARES, Silvia M.; Leal, Ricardo P. C. (2000); “*Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*”; Journal ABANTE; Escuela de Administracion; Pontificia Universidad Católica de Chile; Vol. 3, No.1, pp.29-56.

VANCE, Stanley C. (1968); “*The Corporate Director: A Critical Evaluation*”; Dow Jones-Irwin, Homewood, IL, Vol. 222.

VANCE, Stanley C. (1978); “*Corporate Governance: Assessing Corporate Performance by Boardroom Attributes*”; Journal of Business Research; Vol. 6, No.3, August, pp.203-220.

VAN HULLE, Cynthia (1997); “*Is Het Systeem van Belangrijk? Op Zoek Naar de Impact van Verschillen in Modellen Report Referaat*”; Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, pp.287-331.

VAN HULLE, Cynthia (2000); “*Governance of de Optimale Aansturing van de Organisatie-Leiding*”; Business Inzicht, No.6, November, pp.1-4.

VAN HULLE, Karel; Leuven, K. U. (1993); “*Truth and Untruth About True and Fair View: A Commentary on A European True and Fair View Comment*”; European Accounting Review; Vol.2 No.1, pp.99-104.

VARELA, Carlos (2014); “*Banqueiros Condenados a 12,7 Milhões em Multas*”; Jornal de Notícias, de 22 de Outubro, p.14, vide www.jn.pt/paginainicial/, acedido em Outubro de 2014.

VELA BARGUES, J. M. (1996); “*El Concepto de Imagem Fiel en el Nuevo Marco Normativo de la Contabilidad Pública Española*”; ICAC – Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas; II Premio Carlos Cubillo Valverde.

VELILLA BARQUERO, Manuel (1984); “*La Información Contable de la Empresa Española*”; Madrid: Instituto de Planificación Contable, Ministerio de Economía y Hacienda.

VERRECCHIA, Robert E. (1990); “*Information Quality and Discretionary Disclosure*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 12, No.4, March, pp.365-380.

VERRECCHIA, Robert E. (2001); “*Essays on Disclosure*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 32, No.1-3, December, pp.97-180.

VERSCHOOR, Curtis C.; Barrier, M.; Rittenberg, L. E. (2002); “*Reflections on the Audit Committee’s Role*”; Internal Auditor, Vol. 59, No.2, April, pp.26-33.

VICENTE, Isabel (2012) “*Banco de Portugal acusa 11 arguidos no caso BPP*”; Jornal Expresso, de 9 de Junho, *vide* www.asjp.pt/2012/06/09/banco-de-portugal-acusa-11-arguidos-no-caso-bpp/, *acedido em Junho de 2012.*

VIEIRA, Elisabete F. S. (2007); “*Signaling With Dividends? New Evidence From Europe*”; Editorial Novembro, 1th Edição.

VIENOT, Marc *et al.* (1995); “*Le Conseil D’Administration des Sociétés Cotées*”; Rapport du groupe de travail Conseil National du Patronat Français (CNPF) et Association Française des Entreprises Privées (AFEP); Rapport Vienot I, Juillet, *vide* www.ecgi.org/codes/documents/, *acedido em Junho de 2007.*

VIENOT, M. Marc *et al.* (1999); “*Rapport du Comité sur le Gouvernement D’Entreprise*”; Rapport du groupe de travail Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et Mouvement des Entreprises de France (MEDEF); Rapport Vienot II, Juillet, *vide* www.ecgi.org/codes/documents/vienot2_fr.pdf, *acedido em Junho de 2007.*

VIENOT, M. Marc *et al.* (2003); “*Le Gouvernement D’Entreprise des Sociétés Cotées*”; Rapport du groupe de travail Association Française des Entreprises Privées (AFEP) et Mouvement des Entreprises de France (MEDEF); Principes de Gouvernement D’Entreprise Résultant de la Consolidation des Rapports Conjointes de L’AFEP et du MEDEF de 1995, 1999 e 2002, Octobre, *vide* www.ethosfund.ch/pdf, *acedido em Junho de 2007.*

VILLARROYA LEQUERICAONANDIA, M. Begoña; Acebes, M. Carmen Rodríguez (2003); “*La Manipulación Contable: El Perfil de las Empresas Manipuladoras*”; Partida Doble; n.º 143, Abril, pp.54-63.

VINTEN, Gerald (1998); “*Corporate Governance: An International State of the Art*”; Managerial Auditing Journal; Vol. 13, No.7, July, pp.419-431.

VON THADDEN, Ernst-Ludwing (1995); “*Long-Term Contracts, Short-Term Investment and Monitoring*”; The Review of Economic Studies; Vol. 62, No.4, October, pp.557-575.

W

WALKER, R. G. (2003); “*Objectives of Financial Reporting*”; Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies; Vol. 39, No.3, October, pp.340-355.

WALLACE, R. S. Olusegun; Gernon, H. (1991); “*Frameworks for International Comparative Financial Accounting*”; Journal of Accounting Literature; Vol. 10, pp.209-264.

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.

WALLACE, R. S. Olusegun; Naser, Kamal (1995); “*Firm-Specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong*”; Journal of Accounting and Public Policy; Vol. 14, No.4, Winter, pp.311-368.

- WALLMAN**, Steven M. H. (1995); “*The Future of Accounting and Disclosure in an Evolving World: The Need for Dramatic Change*”; Accounting Horizons; Vol. 9, No.3, September, pp.81-91.
- WALLMAN**, Steven M. H. (1996a); “*The Future of Accounting and Financial Reporting: The Colorized Approach*”; Accounting Horizons; Vol. 10, No.2, June, pp.138-148.
- WALLMAN**, Steven M. H. (1996b); “*The Future of Accounting and Financial Reporting: Reliability and Auditor Independence*”; Accounting Horizons; Vol. 10, No.4, December, pp.76-97.
- WALLMAN**, Steven M. H. (1997); “*The Future of Accounting and Financial Reporting: Access Accounting*”; Accounting Horizons; Vol. 11, No.2, June, pp.103-116.
- 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.
- WANG**, Zhemin; Williams, Thomas H. (1994); “*Accounting Income Smoothing and Stockholder Wealth*”; Journal of Applied Business Research; Vol. 10, No.3, Summer, pp.96-104.
- WARFIELD**, Terry D.; Wild, John J.; Wild, Kenneth L. (1995) “*Managerial Ownership, Accounting Choices and Informativeness of Earnings*”; Journal of Accounting and Economics; Vol. 20, No.1, July, pp.61-91
- WARRICK**, C. Shane; Riner Jr., H. Sam (2004); “*An Analysis of Business Students’ Understanding of Fraudulent Financial Reporting*”; Journal of Business Administration Online; Vol. 2, No.2, Spring, vide www.atu.edu/jbao/spring2004/WarrickJBAOSpring2004, acedido em Outubro de 2010.
- WATTS**, Ross L. (1977); “*Corporate Financial Statements – A Product of the Market and Political Processes*”; Australian Journal of Management; Vol. 2, No.1, April, pp.53-75.
- WATTS**, Ross L. (2003); “*Conservatism in Accounting – Part I: Explanations and Implications*”; Accounting Horizons; Vol. 17, No.3, September, pp.207-221.
- WATTS**, Ross L. (2006); “*What Has the Invisible Hand Achieved?*”; Accounting and Business Research; Vol. 36, Special Supplement 1, pp.51-61.
- WATTS**, Ross L.; Zimmerman, Jerold L. (1986); “*Positive Accounting Theory*”; Prentice-Hall.
- WATTS**, Ross L.; Zimmerman, Jerold L. (1990); “*Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective*”; The Accounting Review; Vol. 65, No.1, January, pp.131-156.
- WEIL**, Gothshal; Manges, L. L. P. (2002); “*Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*”; January, European Commission, vide http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part1_en.pdf, acedido em Dezembro de 2010.
- WEISBACH**, Michael S. (1988); “*Outside Directors and CEO Turnover*”; Journal of Financial Economics; Vol. 20, No.1, January-March, pp.431-460.
- WEISS**, Elliott J. (1978); “*Governing, Disclosing and Corporate Legitimacy*”; New York: Prentice-Hall.

WEN, Yu; Rwegasira, Kami; Bilderbeek, Jan (2002); “*Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms*”; *Corporate Governance: An International Review*; Vol. 10, No.2, April, pp.75-83.

WHEELEN, Thomas L.; Hunger, J. David (2011); “*Strategic Management and Business Policy: Toward Global Sustainability*”; Prentice-Hall, 13th Edition, December.

WHITTINGTON, Geoffrey (1993); “*Corporate Governance and the Regulation of Financial Reporting*”; *Accounting and Business Research*; Vol. 23, Supplement 1, pp.311-319.

WHITTINGTON, Geoffrey (2008); “*Fair Value and the IASB/FASB Conceptual Framework Project: An Alternative View*”; *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*; Vol. 44, No.2, June, pp.139-168.

WHITTINGTON, Geoffrey (2010); “*Measurement in Financial Reporting*”; *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*; Vol. 46, No.1, March, pp.104-110.

WILD, John J. (1996); “*The Audit Committee and Earnings Quality*”; *Journal of Accounting, Auditing and Finance*; Vol. 11, No.2, April, pp.247-276.

WILLIAMS, Jan R.; Carcello, Joseph V.; Neal, Terry (2007); “*GAAP Guide Level A: Restatement and Analysis of Current FASB Standards*”; New York: CCH Incorporated, October.

WILLIAMSON, Oliver E. (1984); “*Corporate Governance*”; *The Yale Law Journal*, Vol. 93, pp.1197-1230.

WILLIAMSON, Oliver E. (1996a); “*Revisiting Legal Realism: The Law, Economics and Organization Perspective Industrial and Corporate Change*”; USA: Oxford University Press; Vol. 5, No.2, April, pp.383-420.

WILLIAMSON, Oliver E. (1996b); “*Transaction Cost Economics and the Carnegie Connection*”; *Journal of Economic Behavior and Organization*; Vol. 31, No.2, November, pp.149-155.

WILLIAMSON, Oliver E. (1999); “*The Mechanisms of Governance*”; USA: Oxford University Press, March.

WILLIAMSON, Oliver E. (2002); “*The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract*”; *The Journal of Economic Perspectives*; Vol. 16, No.3, Summer, pp.171-195.

WILLIAMSON, Oliver E. (2008); “*Corporate Boards of Directors: In Principle and in Practice*”; *Journal of Law, Economics and Organization*; Vol. 24, No.2, October, pp.247-272.

WIWATTANAKANTANG, Yupana (1999); “*An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Thai Firms*”; *Pacific-Basin Finance Journal*; Vol. 7, No.3-4, August, pp.371-403.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. (2011); “*Introdução à Econometria – Uma Abordagem Moderna*”; São Paulo: Cengage Learning, 4th Edição.

WÜSTEMANN, Jens; Wüstemann, Sonja (2010); “*Why Consistency of Accounting Standards Matters: A Contribution to the Rules-Versus-Principles Debate in Financial Reporting*”; *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*; Vol. 46, No.1, March, pp.1-27.

WYMEERSCH, E. (2002); “*Convergence or Divergence in Corporate Governance Patterns in Western Europe?*”; In McCahery, Joseph A.; Moerland, Piet; Raaijmakers, Theo; Renneboog, Luc (eds.); “*Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*”; Oxford: Oxford University Press.

X

XIE, Biao; Davidson, Wallace N.; DaDalt, Peter J. (2003); “*Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee*”; Journal of Corporate Finance; Vol. 9, No.3, June, pp.295-316.

Y

YEBRA CEMBORÁIN, Raúl Óscar (2000); “*Definición y Reconocimiento de los Elementos de los Estados Financieros*”; in Tua Pereda, Jorge *et al.* (2000); “*El Marco Conceptual para la Información Financiera: Análisis y Comentarios*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Septiembre, pp.195-223.

YEOH, Peter (2007); “*Corporate Governance Models: Is There a Right one for Transition Economies in Central and Eastern Europe?*”; Managerial Law, Vol. 49, No.3, pp.57-75.

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.

YOUNG, Steven (1999); “*Systematic Measurement Error in the Estimation of Discretionary Accruals: An Evaluation of Alternative Modeling Procedures*”; Journal of Business Finance and Accounting; Vol. 26, No.7-8, September-October, pp.833-862.

YONGVANICH, Kittiya; Guthrie, James (2005); “*Extended Performance Reporting: An Examination of the Australian Mining Industry*”; Accounting Forum; Vol. 29, No.1, March, pp.103-119.

Z

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.

ZEFF, Stephen A. (1972); “*Forging Accounting Principles in Five Countries: A History and an Analysis of Trends*”; Champaign, Ill.: Stipes Publishing Company.

ZEFF, Stephen A. (1984); “*Some Junctures in the Evolution of the Process of Establishing Accounting Principles in the USA: 1917-1972*”; The Accounting Review; Vol. 59, No.3, July, pp.447-468.

ZEFF, Stephen A. (1987); “*Importancia de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en el Contexto Internacional. Algunas Lecciones de la Experiencia Estadounidense*” in Cea García, José L. *et al.* (1989); “*Lecturas sobre Principios Contables: Recopilación de Trabajos de Varios Autores*”; Madrid: AECA – Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, Monografía No.13, pp.13-32.

ZEFF, Stephen A. (2000); “*La Evolución del Marco Conceptual par las Empresas Mercantiles en Estados Unidos*” in Tua Pereda, Jorge *et al.* (2000); “*El Marco Conceptual para la Información Financiera: Análisis y Comentarios*”; Madrid: AECA, Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, pp.51-92.

ZEFF, Stephen A. (2012); “*The Evolution of the IASC into the IASB, and the Challenges it Faces*”; The Accounting Review, Vol. 87, No.3, May, pp.807-837.

ZINGALES, Luigi (1997); “*Corporate Governance*”; Cambridge: National Bureau of Economic Research, December.

ZIMMERMAN, Jerold L. (2010); “*Accounting for Decision Making and Control*”; McGraw-Hill Higher Education, 7th Revised Edition, May.