



1 2  
UNIVERSIDADE D  
COIMBRA

Irene Matano Sima Baptista

O Cumprimento das Recomendações da CMVM e  
da CNMV sobre o Governo das Sociedades: Uma  
Análise Comparativa entre as Empresas Cotadas  
Portuguesas e Espanholas



1 2  
UNIVERSIDADE D  
COIMBRA

Irene Matano Sima Baptista

**O Cumprimento das Recomendações da CMVM e da  
CNMV sobre o Governo das Sociedades: Uma Análise  
Comparativa entre as Empresas Cotadas Portuguesas  
e Espanholas**

Dissertação no âmbito do Mestrado em Contabilidade e Finanças orientada pela  
Professora Doutora Liliana Marques Pimentel e apresentada à Faculdade de  
Economia da Universidade de Coimbra

Junho de 2022





FEUC FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Irene Matano Sima Baptista

# O Cumprimento das Recomendações da CMVM e da CNMV sobre o Governo das Sociedades: Uma Análise Comparativa entre as Empresas Cotadas Portuguesas e Espanholas

Dissertação no âmbito do Mestrado em Contabilidade e Finanças  
orientada pela Professora Doutora Liliana Marques Pimentel e  
apresentada à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra

Coimbra, 2022



## **Agradecimentos**

A vida brinda-nos com circunstâncias e pessoas que marcam de forma positiva e memorável a nossa existência. A realização do mestrado em contabilidade e finanças, que culminou com a presente dissertação, é sem dúvida alguma um desses momentos de épica fruição. Daí que, em resposta, venha apresentar os meus singelos agradecimentos.

À DEUS, por esta bênção e pelas forças em todas as circunstâncias e dimensões.

Aos meus Familiares, especialmente ao meu esposo, a minha filha, a minha mãe e irmãs, por todo o apoio, encorajamento e orações.

Ao Banco de Portugal, por esta oportunidade de crescimento académico, entidade responsável pelo financiamento da bolsa de estudo para a realização do mestrado.

Ao Banco Nacional de Angola, pela confiança e aposta para o desenvolvimento académico e profissional.

À orientadora, professora Dr.<sup>a</sup> Liliana Marques Pimentel, pela sugestão do tema, acompanhamento, disponibilidade e orientação de indubitável preciosidade.

Aos meus colegas, amigos e irmãos em Cristo pelo suporte e carinho.

À Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, pela confiança e oportunidade de poder fazer parte desta grande família de notáveis académicos.

Aos leitores do presente trabalho pela atenção dispensada na leitura e crítica construtiva.



## Resumo

A presente investigação tem como objetivo a análise do cumprimento das recomendações de governo das sociedades emitentes de valores cotados em mercado, tanto em Portugal como em Espanha, para o horizonte temporal de 2018 a 2020, bem como a verificação da relação existente entre o cumprimento das recomendações e as características destas sociedades.

Procedemos a criação de um índice de cumprimento e divulgação das recomendações relacionadas ao governo das sociedades, tendo como base o relatório anual de governo das sociedades, em que calculámos o número de recomendações cumpridas no universo das recomendações aplicáveis para cada sociedade.

Designámos três categorias que correspondem a cumpre, incumpre e não aplicável, com as notações de 1, 0 e N/A, respetivamente, conforme as respostas das sociedades. As recomendações respondidas como “cumpre parcialmente” foram avaliadas e introduzidas nas categorias de cumpre ou incumpre de acordo ao princípio de *comply or explain* apresentado nos relatórios e pela pertinência da recomendação. A categoria não aplicável resulta de recomendações que as próprias sociedades consideraram inadequadas à sua realidade, quer pela dimensão, complexidade ou inexistência do solicitado, entre outras.

Posteriormente criámos um modelo de regressão para analisar as características das sociedades, nomeadamente a rendibilidade, a liquidez, o endividamento, a dimensão, o tamanho do Conselho de Administração (CA), a independência do CA, a diversidade de género, a existência de conselho de auditoria, a mudança de quadro recomendatório e o país, identificadas como variáveis independentes, e a sua relação com o índice de cumprimento e divulgação das recomendações de governo das sociedades, inserida como variável dependente, para as 79 sociedades cotadas nas bolsas de valores de Lisboa e Madrid.

Recorremos aos relatórios e contas anuais, aos relatórios de governo das sociedades e à base de dados *Datastream*.

Com base nas regressões e nos testes de diagnósticos realizados, concluímos que o índice de cumprimento teve uma tendência crescente, nos três anos em análise, apesar da pandemia Covid-19, sendo a média de cumprimento de 87,25% para Portugal e 88,13% para Espanha. Constatámos que em Espanha as sociedades cotadas tendem a cumprir mais as recomendações comparativamente a Portugal, apesar da diferença ser mínima,

isto é, de 0,88%. No que se refere à relação existente entre o índice de cumprimento, a divulgação e as características das sociedades, no geral constatámos, que a liquidez, a independência do CA, a diversidade de género e o país são estatisticamente e positivamente significativas.

Tendo em consideração que a variável país foi estatisticamente significativa, calculámos individualmente as características que afetam o índice de cumprimento e a divulgação de cada país, e constatámos que para Portugal as variáveis, ROA e endividamento influenciam negativamente e são estatisticamente significativas, a variável dimensão e a variável independência do CA são positivamente e estatisticamente significativas.

Quanto a Espanha, as variáveis que influenciam estatisticamente e positivamente o índice de cumprimento são a liquidez, a independência do CA e a diversidade de género.

**Palavras-chave:** Governo das Sociedades; Divulgação; Índice de Cumprimento, Portugal e Espanha





## **Abstract**

The present investigation aims to analyze compliance with the corporate governance recommendations of companies listed in Portugal and in Spain, from 2018 to 2020, as well as to verify the relationship between compliance with the recommendations and the characteristics of these societies.

We created an index of compliance and disclosure of recommendations related to corporate governance, based on the annual corporate governance report, in which we calculated the number of recommendations adopted in the universe of recommendations applicable to each company.

We have designated three categories that correspond to compliance, non-compliance and not applicable, with ratings of 1, 0 and N/A, respectively, according to the companies' responses. The recommendations answered as “*partially in compliance*” were evaluated and introduced in the categories of compliance or non-compliance according to the principle of comply or explain presented in the reports and according to the relevance of the recommendation. The non-applicable category results from recommendations that the companies themselves considered inadequate to their reality, whether due to the size, complexity, or lack of what was requested, among others.

Subsequently, we created a regression model to analyze the characteristics of companies, namely profitability, liquidity, indebtedness, size of company, size of the board of directors, independence of the board, gender diversity, existence of audit board committee, change of recommendation framework and country, identified as independent variable, with the association of index of compliance and disclosure of corporate governance recommendations, identified as a dependent variable, for the 79 companies listed on the Lisbon and Madrid Stock Exchange Market.

We used annual accounts, corporate governance annual reports and the *Datastream* database.

Based on the regressions and diagnostic tests performed, we conclude that the compliance index had an increasing trend, in the three years under analysis, despite the covid-19 pandemic, with an average compliance rate of 87.25% for Portugal and 88.13% for Spain. We found that in Spain, listed companies tend to comply more with the recommendations compared to Portugal, despite the difference being minimal, that is, 0.88%. Regarding the relationship between the compliance and disclosure index and the characteristics of the companies, in general we found that liquidity, independence of the board, gender

diversity and country are statistically and positively significant. Since the country variable was significant, we individually calculated the characteristics that affect the compliance and disclosure index of each country, and we found that for Portugal the variables, ROA and indebtedness have a negative influence and are statistically significant and the size variable and the independence of the board of directors' variable are positively and statistically significant.

As for Spain, the variables that statistically and positively influence the compliance index are liquidity, independence, and gender diversity.

**Keywords:** Corporate Governance; Disclosure; Compliance Index, Portugal, and Spain



## **Lista de Siglas**

AG - Assembleia Geral

CA - Conselho de Administração

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNMV - Comissão nacional do Mercado de Valores

CSC - Código das Sociedades Comerciais

ICAEW - The Institute of Chartered Accountants in England and Wales

IOSCO - International Organization of Securities Commissions

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

ROA - *Return on assets*

ROE - *Return on equity*



## **Lista de Tabelas**

Tabela 1- Sistema de governo das sociedades.....	28
Tabela 2- Lista de Sociedades cotadas por setor .....	73
Tabela 3- Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor de materiais básicos.....	74
Tabela 4 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor de Bens de Luxo .....	75
Tabela 5 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor bens de 1.ª necessidade .....	75
Tabela 6 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor da indústria transformadora.....	76
Tabela 7 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor da tecnologia .....	76
Tabela 8 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor das telecomunicações.....	77
Tabela 9 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor de energia, gás e petróleo .....	77
Tabela 10 - Índice de cumprimento e divulgação de Portugal para 2018 .....	85
Tabela 11 - Índice de cumprimento e divulgação de Portugal para 2019 .....	86
Tabela 12 - Índice de cumprimento e divulgação de Portugal para 2020 .....	87
Tabela 13 - Índice de cumprimento e divulgação de Espanha para 2018 .....	88
Tabela 14 - Índice de cumprimento e divulgação de Espanha para 2019 .....	90
Tabela 15 - Índice de cumprimento e divulgação de Espanha para 2020 .....	92
Tabela 16 - Comparação anual dos índices de cumprimento e divulgação de Portugal.....	94
Tabela 17 - Comparação anual dos índices de cumprimento e divulgação de Espanha.....	96
Tabela 18 - Comparação setorial dos índices de cumprimento e divulgação de	

Portugal.....	99
Tabela 19 - Comparação setorial dos índices de cumprimento e divulgação de Espanha.....	99
Tabela 20 - Comparação dos índices de cumprimento e divulgação por país.....	100
Tabela 21 - Estatística descritiva global de Portugal e Espanha .....	102
Tabela 22 - Matriz de correlação .....	107
Tabela 23 - Regressão Estimada Global .....	108
Tabela 24 - Resultados esperados e obtidos das hipóteses.....	111
Tabela 25 - Portugal Modelo OLS .....	111
Tabela 26 - Espanha Modelo OLS .....	112



## **Lista de quadros**

Quadro 1 - Conceitos de governo das sociedades .....	24
Quadro 2- Hipóteses definidas .....	81
Quadro 3- Estatística de Teste F.....	104
Quadro 4- Teste de Breusch Pagan .....	105
Quadro 5- Teste de Hausman .....	105
Quadro 6 - Teste de White para a heterocedasticidade .....	107

## **Lista de Figuras**

Figura 1- Modelo monista .....	30
Figura 2 - Modelo dualista.....	31
Figura 3 - Modelo Anglo-saxónico .....	32

## **Lista de gráficos**

Gráfico 1 - Evolução do índice de cumprimento e divulgação global .....	100
-------------------------------------------------------------------------	-----



# Sumário

Agradecimentos .....	1
Resumo .....	3
Abstract.....	6
Lista de Siglas.....	9
Lista de Tabelas .....	11
Lista de quadros.....	13
Lista de Figuras .....	13
Lista de gráficos.....	13
1 - Introdução.....	19
2 - Revisão da Literatura .....	23
2.1 Conceito e Contextualização de Governo das Sociedades .....	23
2.2 Sistemas e Modelos de Governo das Sociedades .....	28
2.3 Teoria de Agência e Custos de Agência.....	33
2.4 Objetivos e Princípios de Governo das Sociedades.....	34
2.5 Governo das Sociedades e a Divulgação de Informação.....	35
2.6 Governo das Sociedades e a Pandemia Covid-19 .....	38
2.7 Governo das Sociedades em Portugal.....	45
2.7.1 Evolução histórica .....	45
2.7.2 Análise Comparativa das Recomendações da CMVM de 2013 com as Recomendações do IPCG de 2018 .....	51
2.7.3 Análise Comparativa das Recomendações do IPCG 2018 com as Recomendações do IPCG de 2020 .....	53
2.8 Governo das Sociedades em Espanha .....	56
2.8.1Evolução histórica .....	56

2.8.2 Análise Comparativa das Recomendações de 2015 da CNMV com as Recomendações revistas em 2020 pela CNMV .....	61
2.9 Análise Comparativa dos Códigos de Governo das Sociedades Cotadas Portuguesas e Espanholas .....	65
3 - Metodologia e Investigação .....	73
3.1 Pressupostos do Problema de Pesquisa .....	73
3.2 Método de Pesquisa .....	73
3.3 Coleta de Dados .....	77
3.4 Cálculo do Índice de Cumprimento e Divulgação das Recomendações .....	78
3.5 Relação entre o Índice de Cumprimento e Divulgação da Informação e as Caraterísticas das Sociedades .....	80
4 - Apresentação e análise dos Resultados .....	85
4.1 Análise do Índice de Cumprimento e Divulgação .....	85
4.2 Análise Descritiva dos Dados .....	102
4.3 Testes de diagnóstico .....	104
5 - Conclusões, Limitações e Perspetivas Futuras .....	115
Referências Bibliográficas .....	119
Anexos .....	129





# 1 - Introdução

Ao observarmos ao nosso redor constatámos que a atuação desmedida do ser humano, nomeadamente na governação, seja ela da natureza ou das empresas tem levado a escassez e destruição dos recursos, aos escândalos financeiros, falência de empresas, fraudes, roubos, manipulação das demonstrações financeiras e não financeiras, e por aí segue.

Deste modo, torna-se indispensável colocar na atuação desmedida do ser humano limitações que impeçam, concomitantemente, a continuidade de atos destrutivos para si e para os outros, e ao aumento progressivo de escândalos que acabam por arrasar empresas que noutrora eram consideradas de elevada dimensão e robustez histórica. Havia a ideia de que a complexidade das operações e a profundidade das relações que as empresas mantinham entre si e com o resto do mundo eram uma teia global e como tal, estas empresas eram vistas como demasiado grandes para falir.

Alguns casos mediáticos que fizeram correr muita tinta pelo mundo por conta de má ação governativa nas empresas e que desembocaram em falência são: Enron (sector energético) em 2001, WorldCom (sector das telecomunicações) em 2002, Parmalat (sector alimentar) em 2003, Banco *Lehman Brothers* (sector financeiro) em 2008, Banco Privado Português (sector financeiro) em 2010, Banco Espírito Santo (sector financeiro) em 2014 (Wikimedia Foundation, Inc., 2022).

Outras empresas viram a sua reputação e valor serem afetados de forma contundente por conta de comportamentos antiéticos, à título de exemplo: Volkswagen em 2015 com a falsificação de documentos relativamente ao cumprimento das regras ambientais na emissão de gás pelos seus veículos, a Apple em 2017 pelo uso de software que abrandava o desempenho dos telemóveis de modo a obrigar os utentes a efetuarem uma atualização dos seus telemóveis e a fuga de dados no Facebook em 2018 (Oliveira, 2020).

A lista de escândalos é gigantesca e estende-se por todo o mundo, contudo evidenciam claramente como o comportamento humano no governo das sociedades pode ter implicações nefastas se feitas sem as regras e os controlos devidos. As empresas

interagem com funcionários, clientes, fornecedores, autoridades e a sociedade em geral, pelo que diretamente ou indiretamente todos serão gravemente afetados quando o comportamento e decisões não éticas atingirem o governo das sociedades.

Deste modo, entendemos ser necessário incrementar o conhecimento respeitante ao cumprimento e a divulgação da informação de governo das sociedades, particularmente em tempos de pandemia, já que em tempos de crises, sejam estas quais forem, determinados atributos da governação e características económicas-financeiras das empresas poderão ser elementos-chave para influenciar o aumento do cumprimento e divulgação das informações por parte das empresas, pelo que, colocamos aqui o nosso contributo relativamente aos atributos e características que poderão criar esse impacto.

A presente investigação trará relevância profissional à função que desempenho atualmente, supervisora de instituições financeiras, pois me permitirá adquirir conhecimentos profundos e práticos no que se refere a organização, conteúdo e importância dos códigos de governo das sociedades, bem como ter uma capacidade de apreciação mais apurada dos pontos fortes e fracos dos relatórios de governo de diversas sociedades, preparando-me assim para poder realizar semelhante análise às sociedades que monitorizamos.

Por essa razão, o desígnio do presente trabalho consiste, por um lado, na análise comparativa do grau de cumprimento das recomendações de governo societário pelas sociedades emitentes de valores cotados em mercado, tanto em Portugal como em Espanha. E por outro lado, na verificação da relação existente entre o cumprimento e a divulgação de informação de governo das sociedades com as suas características.

Assim sendo, as principais questões de investigação são:

1. Qual é o grau de cumprimento e divulgação das recomendações de governo das sociedades pelas sociedades cotadas em Portugal e Espanha?
2. Quais são as características ou fatores que influenciam, positivamente ou negativamente o índice de cumprimento e divulgação?

Para apresentar uma investigação coesa e compreensível, dividimos o trabalho em cinco capítulos, nomeadamente a introdução, em que apresentámos os objetivos, as



questões de investigação e alguns resultados obtidos. Segue-se a revisão da literatura em que expomos os principais aspetos do tema do governo das sociedades, os códigos de governo e a respetiva evolução histórica, a análise comparativa entre os códigos de Portugal e Espanha, bem como as investigações já feitas acerca da relação existente entre a divulgação voluntária de informação e o desempenho das sociedades e do governo das sociedades com a pandemia Covid-19.

No terceiro capítulo, metodologia e investigação, demonstrámos a fórmula de cálculo do índice de cumprimento e divulgação global e os resultados obtidos, o modelo de regressão com a identificação das respetivas variáveis dependentes e independentes. No quarto capítulo, apresentação e análise dos resultados, mostrámos e analisámos os resultados obtidos respeitantes ao índice de cumprimento e divulgação, do modelo de regressão, as estatísticas descritivas e as hipóteses validadas. Por fim, no quinto capítulo inserimos a conclusão na qual sintetizamos as principais descobertas, mencionámos as contribuições e limitações do estudo, bem como as sugestões de investigação futura.

Em suma, constatámos que na amostra em análise o grau de cumprimento médio das recomendações corresponde a 87,25% para Portugal e 88,13% para Espanha, desde 2018 a 2020 e que apesar da pandemia houve uma tendência crescente no cumprimento. No geral, a liquidez, a independência, a diversidade de género e o país são as características que influenciam o cumprimento e a divulgação de informação.



## **2 - Revisão da Literatura**

### **2.1 Conceito e Contextualização de Governo das Sociedades**

Não obstante o facto de a noção de governo das sociedades reportar-se aos primórdios da negociação, as estruturas de governo das sociedades são bastante recentes, sendo que os primeiros códigos de boas práticas de governo das sociedades emergiram nos anos noventa do século XX, em que a ênfase assentava no CA e nas estruturas de governo interno de modo a proteger os direitos dos acionistas e das sociedades (IOSCO, 2016).

O governo das sociedades, conforme o próprio nome indica trata de todos os aspetos concernentes a forma como as sociedades são administradas de modo a gerar valor. Porém, o seu conceito vai além da administração, pois a disrupção que se tem vindo a verificar no governo das sociedades, principalmente desde o século passado, desencadeou um interesse elevado quanto a governabilidade correta das sociedades, particularmente nos aspetos ligados à sua fiscalização.

## Quadro 1 - Conceitos de governo das sociedades

N.º	Autor	Conceito
1	Cochran e Wartick (1988)	Expressão abrangente que inclui relações entre os gestores, acionistas, CA e outras partes interessadas nas sociedades.
2	Cadbury 1992; CMVM (s.d.); ICAEW (2022)	Método de administração e controlo das empresas.
3	BCE (2004:219) <sup>1</sup>	"Procedimentos e processos segundo os quais uma organização é dirigida e controlada. A estrutura de governo das sociedades especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da organização – como o conselho de administração, administradores, acionistas e demais partes interessadas e estabelece as regras e procedimentos para a tomada de decisões."
4	Watson, Robert (2005)	Conjunto de mecanismos de controlo interno e externo que incitam os quadros superiores a tomar decisões que devem incrementar o valor da empresa e/ou a riqueza das suas principais partes interessadas.
5	Dennis, Diane K. e McConnell, John J. (2005)	Articulação de instrumentos institucionais e de mercado, que compelem os gestores a tomar decisões que potencializem o valor da empresa aos seus proprietários.
6	Aglietta, Michel e Rebérioux, Antoine (2005)	São os requisitos, procedimentos, instituições e costumes que definem a aplicação do poder nas sociedades em algum momento.
7	Silva et al. (2006)	"O conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência"
8	Abreu et al., (2010)	"o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades"
9	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) 2022	"Sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas."

Fonte: Elaborado pela autora. Inspirado em <https://forum.ibgp.net.br>

A literatura é vasta relativamente a conceptualização do governo das sociedades, manifestando a inexistência de consenso. No entanto, conforme se pode verificar no quadro 1, inserido acima, a sua conceptualização não se afasta demasiadamente de um ou de outro conceito, circulando em torno da administração e controlo para o interesse da sociedade.

À nível internacional, verificámos que os principais marcos históricos que

---

<sup>1</sup> Tradução livre da autora. No original “procedures and processes according to which an organisation is directed and controlled. The corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organisation – such as the board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making.” (BCE, 2004:219)

ditaram a evolução da conceptualização e das estruturas de governo das sociedades foram, particularmente, o relatório Cadbury, os princípios de governo das sociedades da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) e a lei Sarbanes-Oxley.

Sucintamente, o relatório de Cadbury foi publicado em 1992 no Reino Unido e engloba diversas recomendações relativamente ao reforço dos padrões de governança das sociedades. Revê a estrutura e as responsabilidades dos CA, apresenta um código de boas práticas de governo das sociedades que inclui recomendações relativamente ao CA, administração não executiva, administração executiva, relatórios e controlos. Abrange as responsabilidades e os direitos dos acionistas, considera o papel da auditoria e também apresenta diversas recomendações para a profissão de contabilista.

Relativamente aos princípios da OCDE sobre o governo das sociedades, cuja primeira versão foi aprovada e publicada em 1999, estabeleceu os princípios de governo das sociedades que considera fundamentais e referenciais internacionais para que os decisores políticos possam analisar e reforçar o enquadramento legislativo, regulamentar e institucional do governo das sociedades de tal modo que contribua para a rendibilidade económica, o crescimento sustentável e a estabilidade financeira (OCDE, 2016) Apresentaremos os princípios no ponto 2.4.

No que se refere à Lei Sarbanes - Oxley<sup>2</sup>, esta foi divulgada em 2002 nos EUA como reação ao aumento dos escândalos financeiros e pela descoberta de que os auditores das empresas envolvidas nos escândalos financeiros eram concomitantemente auditores e consultores das sociedades, gerando ausência de independência, integridade e transparência, bem como pela elevada ignorância relativamente aos reais detentores dos capitais das sociedades norte americanas devido a forte dispersão do capital. De modo geral, a lei trouxe exigências respeitantes a:

- I. Auditoria independente, criando regras para o âmbito de atuação, normas e requisitos de independência, controlo de qualidade, conflitos de interesses, restrição na prestação deste serviço, entre outros.
- II. Criação de uma comissão de observação, o denominado PCAOB –

---

<sup>2</sup> [Public Law] n.º 107–204, July 30, 2002

*public company accounting oversight.*

- III. Responsabilidade de fraude corporativa e criminal.
- IV. Incremento das penalizações dos crimes de colarinho branco.
- V. Responsabilidade corporativa: perda de alguns ganhos e bônus.
- VI. Código de ética para administradores financeiros seniores.

À nível europeu, destacamos os primeiros passos dados pela União Europeia relativamente a profunda análise comparativa dos códigos de governo das sociedades realizada nos quinze países aderentes à União Europeia, a pedido da Comissão Europeia em 2001 e finalizado em 2002. Concluiu-se, entre outros, que os códigos já estavam significativamente difundidos, especialmente a partir de 1997, que as discrepâncias mais relevantes se encontravam entre o direito das sociedades e o direito dos valores mobiliários em cada estado-membro do que propriamente entre os distintos códigos, e que as decisões respeitantes à seleção dos mercados de investimento, por parte das sociedades, não estavam subordinadas a existência dos códigos (Silva et al., 2006).

Outra medida levada a cabo tratou-se do estudo realizado para a atualização do direito europeu das sociedades, nomeadamente no âmbito de governo e auditoria das sociedades. Pelo que, a pedido da comissão europeia um grupo de peritos, na tentativa de harmonizar o tema de governo das sociedades na comunidade europeia, apresentou em 2002 o Relatório Winter II intitulado “Um quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades” (Silva et al., 2006).

O relatório apresentava dezasseis recomendações que resultavam de princípios e práticas, na maior parte já presentes nos códigos dos países membros e incluía, entre outros, a indispensabilidade de uma “declaração anual sobre o governo da sociedade”, pelas sociedades cotadas, a cedência de informação aos acionistas no website, o voto por correspondência, o fomento do voto transfronteiras e o estímulo à criação de comissões de auditoria, de nomeação e de remuneração, sendo estas constituídas por administradores não-executivos sobretudo independentes (Silva et al., 2006).

Silva et al., (2006), referem que também era pretensão da Comissão obter correspondência das medidas europeias por parte das autoridades norte americanas por

conta das regras impostas pela Lei Sarbanes-Oxley que abarcava, igualmente, as sociedades europeias cotadas nos Estados Unidos da América, bem como, da defesa do princípio de controlo pelo país de origem e, entre outras, a exigência de registo das sociedades de auditoria da União Europeia no PCAOB (*Public Company Accounting Oversight*).

Desde então, outras medidas foram implementadas, tais como, a recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE, de 14 de dezembro de 2004, sobre a Remuneração dos Administradores e a recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE, de 15 de fevereiro de 2005, sobre o Papel dos Administradores Não Executivos.

## 2.2 Sistemas e Modelos de Governo das Sociedades

É amplamente aceite que os sistemas de governo das sociedades assentam especialmente em dois tipos, o anglo-saxónico e o continental. A seleção por qualquer um destes modelos está ao critério das sociedades e depende de variadíssimos fatores, tais como, o tipo de sociedades comerciais e a dimensão.

Na perspetiva de U-Din (2021), um sistema de governo das sociedades eficaz é crucial nas sociedades e economia moderna, pois permite determinar a repartição de funções, responsabilidades e recursos entre as distintas partes interessadas de uma organização ou sociedade.

Os principais elementos que distinguem estes sistemas estão evidenciados na estrutura de propriedade, bem como no papel e na importância do mercado de capitais, E para diferenciá-los temos o modelo continental, monista (latino) ou dualista (germânico) e o modelo anglo-saxónico (Silva et al., 2006:20)

Tabela 1- Sistema de governo das sociedades

Item	Sistema Continental	Sistema Anglo-Saxónico
Estrutura de propriedade	Concentrada	Dispersa
Mercado de capitais	Ilíquidos e pequenos	líquidos e grandes
Países predominantes	Europa Continental e Japão	Estados Unidos da América, Reino Unido e Países de expressão e predominância anglo-saxónica
Administração e fiscalização	Modelo monista: Conselho de administração e conselho fiscal ou administrador único e fiscal único. Modelo dualista: Conselho geral de supervisão (CGS), o conselho de administração executivo e o revisor de contas	Modelo Anglo-Saxónico: Conselho de administração, comissão de auditoria e revisor oficial de contas

Fonte: Elaborado pela autora

Assim, na ótica de **Silva et al. (2006:20)**, o modelo continental apoia-se nas relações ou no controlo interno e manifesta-se fortemente em sociedades que atuam na Europa continental e no Japão. A estrutura de propriedade é bastante concentrada com famílias, empresas e bancos a controlarem significativamente o capital das sociedades cotadas. Os mercados de capitais da Europa continental são ilíquidos e pequenos.



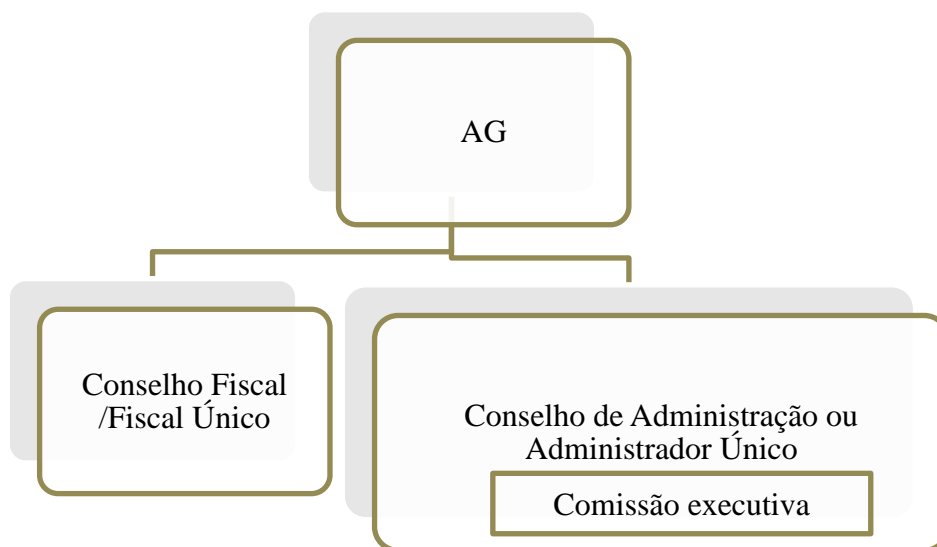
Já o modelo anglo-saxónico é caracterizado pelo controlo externo ou de mercado e é expressivo em sociedades que operam nos EUA, o Reino Unido e demais países de expressão e predominância anglo-saxónica, e prevalece a estrutura de propriedade dispersa e os grandes acionistas são investidores institucionais que controlam uma porção expressiva das ações cotadas. Os mercados de capitais são líquidos e grandes, particularmente as da América do Norte (Silva et al., 2006:21).

Em concordância, U-Din (2021) acrescenta que a influência dos acionistas sobre a gestão é fraca, pois, a principal problemática assenta na proteção dos interesses e direitos dos acionistas e credores, a desregulamentação, menor exigência nos requisitos de capital e melhoraria do papel dos gestores. Considera ainda que é visto como sendo um sistema mais amigável ao negócio por conta da baixa intervenção estatal, impostos e barreiras comerciais.

Outros aspetos indispensáveis, porém, caracterizadores do modelo continental baseia-se no forte controlo que os acionistas aplicam aos gestores das sociedades, particularmente por conta da forte concentração da estrutura de propriedade, tomando, inclusive, as principais decisões estratégicas, que se consubstanciam em cargos nos órgãos de administração ou eleição de membros da sua confiança (Silva et al., 2006:23).

Quanto às remunerações, os autores acima mencionam que a componente variável não é tão dominante como acontece no modelo anglo-saxónico, pelo contrário a componente fixa é mais relevante no cômputo geral das remunerações. Todavia, quanto a composição dos órgãos de administração, é possível distinguir-se, em alguns países da Europa Continental, o modelo monista ou dualista., que se retratam pela existência de um ou dois órgãos de administração da sociedade, e podemos identificá-los em países como Portugal, Alemanha, Áustria, Dinamarca, respetivamente.

Figura 1- Modelo monista



Fonte: Elaborado pela autora

No modelo monista encontramos a estrutura de CA e conselho fiscal ou administrador único e fiscal único (Silva et al., 2006:24; U-Din (2021); Cruz, (2007).

Neste modelo é comum a criação de uma comissão executiva, dentro do CA, que se responsabiliza pela gestão diária, conforme demonstra a figura 1 acima. A Assembleia Geral (AG) elege os membros do CA, e este órgão, por sua vez, responsabiliza-se pela nomeação dos administradores executivos, supervisão da comissão executiva, decisões estratégicas da sociedade e pela aprovação das contas para deliberação da AG (Silva et al., 2006:25).

Figura 2 - Modelo dualista



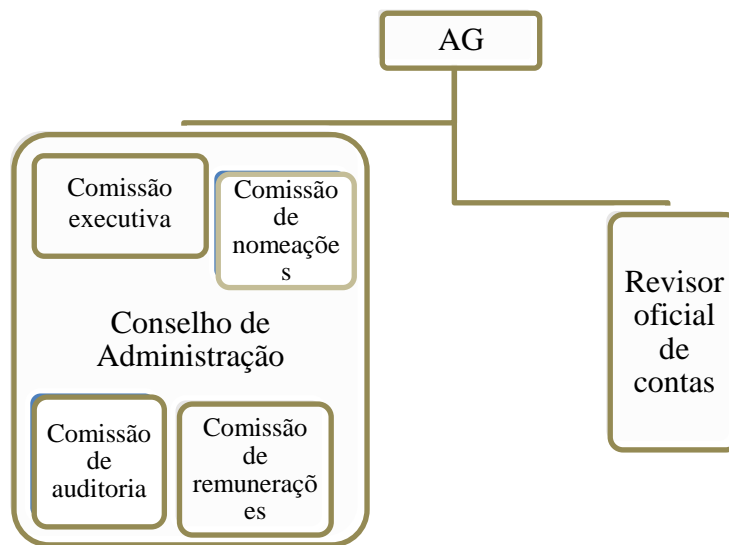
Fonte: Elaborado pela autora

No modelo dualista, identificamos o conselho geral de supervisão, o CA executivo e o revisor de contas (Silva et al., 2006:24; U-Din (2021); Cruz (2007).

De acordo a Silva et al., (2006:24) encontramos aqui um elemento intermédio, o conselho geral de supervisão, entre a AG e a administração executiva. O conselho geral de supervisão também tem a responsabilidade de fiscalizar e controlar os administradores executivos e os acionistas associados a esses administradores, bem como avaliar o desempenho dos membros da direção. O conselho terá de ser suficientemente independente para realizar tais funções, todavia, é implícito que o que se pretende é dar voz a certas partes interessadas de supervisionarem a gestão diária e intervirem na definição da política estratégica da sociedade, podendo incluir mandatários dos trabalhadores e dos sindicatos, como acontece em alguns países.

É inexistente a dualidade das funções de presidente numa só pessoa, presidente do CA e presidente do conselho geral. Ao contrário do que sucede no modelo monista onde pode ocorrer a duplicidade de cargos.

Figura 3 - Modelo Anglo-saxónico



Fonte: Elaborado pela autora

Relativamente ao modelo anglo-saxónico, este baseia-se na confiança de que o mercado é eficiente no controlo das empresas, no sistema de remunerações em que as remunerações variáveis são o elemento de maior destaque na remuneração dos gestores e associada, regra geral, aos resultados ou cotação da sociedade. A comissão executiva, de auditoria, nomeações e de remunerações são algumas das comissões frequentes do CA, conforme se constata na figura 3 acima. A auditoria externa e a divulgação de informação aos mercados também são importantes assim como a composição e o modo de funcionamento do CA, que compreende administradores executivos e não executivos. Dentre as comissões existentes, salientam-se as comissões de auditoria e de nomeação (Silva et al., 2006:27 ss).

O artigo 278.º do código das sociedades comerciais (CSC) permite que as sociedades escolham livremente entre os três modelos de administração e fiscalização acima citados e representados nas figuras 1,2 e 3 (Portugal, Decreto Lei n.º 262/86, 1986).

## 2.3 Teoria de Agência e Custos de Agência

O relacionamento entre os acionistas e os gestores não está isento de antagonismos e conforme referem Santos et al. (2015) os conflitos de interesses ocorrem independentemente do tipo de estrutura de propriedade existente na sociedade.

Contudo, Brealey et al. (2013:12, 13 e 811) consideram que o facto de as sociedades cotadas apresentarem uma estrutura de capital dispersa leva a que os gestores das sociedades tenham a tendência de tomar decisões em benefícios próprios e não a favor dos acionistas. Consequentemente, assiste-se aos custos de agência, situação em que os gestores ao não maximizarem o valor da empresa, agindo assim contra o interesse único dos acionistas, fazem que com que os acionistas suportem custos para supervisionar os gestores e limitar as suas ações.

De igual modo, Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como o somatório dos custos de vigilância pelos acionistas, as perdas residuais e os encargos pelas exigências dos gestores. Consideram que a existência e a dimensão dos custos de agência são influenciadas por diversos fatores tais como, a natureza dos custos de vigilância e apetência dos gestores por vantagens não pecuniárias.

Segundo Santos et al. (2015) a monitorização dos gestores é um dos métodos para mitigar os problemas de agência, nomeadamente por meio de um sistema de incentivos aos gestores, política de dividendos e estrutura de capital e a auditoria.

Isto posto, é a teoria da agência que vem descortinar os problemas causados nas empresas por conta da separação entre o proprietário e o gestor da sociedade (Panda e Leepsa, 2017). As sociedades, particularmente de larga dimensão, são geridas na sua maioria por gestores contratados e não pelos donos, que são os proprietários das empresas.

## 2.4 Objetivos e Princípios de Governo das Sociedades

Segundo a OCDE (2016) o governo das sociedades tem como objetivo auxiliar a instituir um ambiente de confiança, transparência e responsabilidade, aspetos indispensáveis para estimular o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial, auxiliando, assim, um crescimento mais forte e sociedades mais inclusivas. Todavia, para U-Din (2021) o principal objetivo do governo das sociedades é a proteção do interesse dos acionistas.

E conforme já referimos anteriormente a OCDE estabeleceu os princípios de governo das sociedades de modo funcionarem como parâmetros internacionais. Por conseguinte, identificaram seis princípios bases e fundamentais relativamente a estrutura de governo que deve ser:

- I. Promover mercados transparentes.
- II. Proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas, inclusive de acionistas minoritários e estrangeiros, garantindo o tratamento paritário.
- III. Providenciar um arcabouço de investimento que estimule os investidores institucionais, mercado de ações e outros intermediários.
- IV. Identificar os direitos das partes interessadas e fomentar uma colaboração ativa com estes.
- V. Garantir a divulgação de informação e transparência.
- VI. Considerar a estratégia da sociedade, bem como o controlo e responsabilização do conselho perante a sociedade e os seus acionistas.

Já o relatório Cadbury apresentava a transparência, a integridade e a prestação de contas como princípios fundamentais em que se baseavam as suas recomendações.

## 2.5 Governo das Sociedades e a Divulgação de Informação

As matérias respeitantes ao governo das sociedades devem ser divulgadas periodicamente pelas sociedades, sendo que Portugal e Espanha definiram nos seus regulamentos a obrigatoriedade de publicação anual do relatório de governo societário, levando em consideração o princípio internacional de *comply or explain*.

Curiosamente, Orihara e Eshraghi (2022) manifestam-se céticos relativamente ao princípio internacional *comply or explain*, na medida em que ao analisarem as reformas japonesas de governo societário efetuadas constataram que estas conduziram inadvertidamente a um excesso de cumprimento por parte das sociedades a quem eram dirigidas em 1.<sup>a</sup> instância, e também das demais que acabaram por imitar as suas práticas de cumprimento. Assim, consideram ineficiente a existência de regulamentos “*one-size-fits-all*” ainda que seja voluntária.

Não obstante o facto acima, as sociedades tendem maioritariamente a acoplar o relatório de governo societário ao relatório e contas anual, fazendo menção da influência que ambos detêm um no outro.

Assim, considerando as questões de investigação instituídas encetamos a trajetória para o conhecimento da existência, ou não, da relação entre a divulgação de informação de governo das sociedades com o desempenho das sociedades, bem como com algumas características de governo das sociedades, pois segundo González et.al (2021) as sociedades que detêm melhores práticas de divulgação de informação acolhem melhores avaliações de mercado e concomitantemente melhor desempenho financeiro, medido pelo ROE.

Constatámos que existem estudos que demonstram uma relação positiva entre o ROA, ROE e a divulgação de informação de governo societário (Rose, 2016). Contrariamente, Alareeni e Hamdan (2020) no estudo realizado a quinhentas sociedades americanas listadas verificaram que a divulgação de informação sobre o governo societário está positivamente associada ao ROA, porém negativamente relacionada ao ROE. Já Liu et.al (2021) no estudo feito aos bancos chineses concluíram que existe relação insignificante entre a divulgação de informação sobre o governo societário e o ROA e o ROE.

Quanto à liquidez, Ovelar-Fernández et. Al (2022) ao analisarem o setor bancário dos países da América Latina, concluíram que a liquidez tem associação negativa com o nível de divulgação de informação de governo societário. No que diz respeito ao endividamento, Eng et. Al (2003) identificaram que empresas de elevada dimensão e empresas com dívida baixa tendem a divulgar mais informação.

Relativamente à dimensão, Adelopo (2011) afirma que há relação positiva entre a dimensão e a divulgação de informação voluntária, bem como com o tipo de auditoria. De igual modo, Abdullah et. al (2015) afirmam que um governo societário robusto está relacionado com um nível elevado de divulgação voluntária de informação acerca do governo das sociedades.

Ainda de acordo a Abdullah et. al (2015), que analisaram os bancos Islâmicos, consideraram que a dimensão, bem como o sistema legal e o nível de repressão política e civil são fatores que influenciam a divulgação voluntária de informação sobre o governo das sociedades. Semelhantemente, Babío Arcay e Muiño Vázquez (2005) no estudo realizado às sociedades cotadas na bolsa de Madrid em Espanha demonstraram que a dimensão, a independência do CA e a comissão de auditoria estão positivamente relacionados com a divulgação voluntária de informação. De igual modo, Abed e Al-Najjar (2016); Gallego-Álvarez e Quina-Custodio, (2016) reforçam a relação positiva entre a dimensão e a divulgação voluntária de informação.

No que diz respeito ao tamanho do CA, Boateng et. al (2022) concluem que o tamanho do CA e a estrutura de liderança são elementos significativos para a extensão da divulgação voluntária de informação realizadas pelas empresas. Sendo que a independência do CA e o tipo de auditoria terão um efeito significativamente positivo somente para a divulgação voluntária de informação financeira e previsional.

De acordo a Kandukuri e Babu (2016), o tamanho do CA influencia positivamente a divulgação voluntária de informação. Contrariamente, Buerthey e Pae (2021) afirmam que o tamanho do CA não tem impacto significativo na divulgação de informação.

No que tange à independência do CA, Buerthey e Pae (2021) concluem que o aumento da independência do CA poderá aumentar a divulgação de informação. Todavia, Alyousef e Alsughayer (2021) afirmam que a associação entre a independência do CA e



a divulgação de informação é insignificativa.

Adicionalmente, Alfraih e Almutawa (2017) ao analisarem a relação entre o nível de divulgação de informação nos relatórios anuais das sociedades cotadas na bolsa de valores do Kuwait com os mecanismos de governo societário, obtiveram como resultado que o tamanho do CA está negativamente associado com a divulgação de informação, enquanto a existência de uma comissão de auditoria, tem impacto insignificativo na divulgação.

De acordo a Alfraih e Almutawa (2017) e Abdallah (2020), existe relação positiva entre a auditoria e a divulgação voluntária de informação.

No que diz respeito a diversidade de género, existem vários estudos que demonstram que a diversidade de género tem impacto positivo na divulgação de informação sobre o governo das sociedades e de risco (Kandukuri e Babu (2016); Nel t. al (2022); Saggat et.al (2022); Seebeck e Vetter (2022).

O estudo realizado por Khandelwal et. Al (2020) às sociedades não financeiras cotadas na bolsa de Mumbai na Índia concluiu que o tamanho do CA, a independência do CA e os administradores executivos não têm impacto significativo na divulgação de informação de risco da empresa. De acordo a Tosun (2021) o aumento da independência do CA diminui o ROA, o crescimento das vendas e a rotatividade do ativo.

Nota-se assim um misto de resultado quanto à relação entre a divulgação de informação e as características das empresas, pelo que veremos a que resultados chegaremos.

## 2.6 Governo das Sociedades e a Pandemia Covid-19

A temática do governo das sociedades tem sido fortemente catapultada por conta das diversas crises financeiras que destaparam a existência de sérios problemas concernentes ao controle e fiscalização das sociedades, conforme já referimos. Contudo, de acordo a Zattoni e Pugliese (2021), a fraca regulação e supervisão das sociedades também contribuíram para as crises financeiras, pelo que é necessário distinguir as crises provenientes da própria instituição daquelas, como a atual crise sanitária causada pela pandemia do Covid-19, que não derivam da conduta ou sistemas internos das sociedades.

A pandemia covid-19, doravante somente pandemia, apanhou o mundo de desprevenido e paulatinamente os Estados de cada país foram introduzindo medidas organizativas, sanitárias, entre outras, para conter e mitigar os efeitos negativos causado pela pandemia, nomeadamente, a restrição de mobilidade, por forma a evitar o alastramento da doença, contágios e mortes.

Todos os agentes da sociedade sofreram as consequências da pandemia, porém, em níveis distintos. Nesse sentido, nos propomos efetuar uma jornada para apresentar os mecanismos de governo das sociedades que podem ser usados para mitigar os efeitos negativos da pandemia e as que estiveram efetivamente em vigor, bem como as consequências da pandemia nos governos e desempenho das sociedades.

De acordo a Jebran e Chen (2020) os parâmetros de governo societário que têm sido apresentados como influenciadores positivos das sociedades perante as crises consistem na existência da comissão de gestão de risco, diversidade do CA, independência da administração, investimento estrangeiro, investimento institucional, concentração de propriedade, papéis duplos do presidente, proprietário de grande bloco de ações e propriedade familiar.

De acordo aos autores acima mencionados, a existência de uma comissão de gestão de risco é importante por conta da presença dos administradores independentes nesta comissão. Quando se trata da diversidade do CA, esta permite que se leve mais tempo nas deliberações de modo a alcançar o consenso por conta da diversidade de opiniões e pontos de vistas divergentes, o que é benéfico pois se analisa mais questões.

A independência da administração é outro fator benéfico contra a crises pois as

sociedades tendem a assumir menos comportamentos de risco excessivo por conta da presença de administradores independentes de distintas comissões. O investimento estrangeiro leva a que os investidores solicitem mais informações aos analistas o que reduz a assimetria de informação. Já o investimento institucional atua com bastante efetividade na disciplina que impõe aos gestores por meio do monitoramento.

Apesar de estar rodeado de ambiguidade, a concentração de propriedade é outro mecanismo considerado efetivo perante as crises, pois pode existir, em alguns casos, a redução de informação assimétrica. Igualmente, a duplicidade do cargo de presidente da sociedade, isto é, ser simultaneamente presidente do CA e presidente do conselho executivo, pode aumentar o desempenho durante as crises, porque a dualidade leva a que haja uma voz unificada, aspecto essencial durante as crises para a rapidez na tomada de decisão.

Quanto ao proprietário de grande bloco de ações, este permite que haja um aumento na monitorização o que pode resultar em menos conflitos de agência. Já a propriedade familiar demonstra que estas sociedades tendem a ser resilientes aos choques económicos e dispostos a contribuir com recursos próprios para financiar as carências e garantir a sobrevivência a longo prazo da sociedade.

Todavia, tratando-se de uma crise ainda a escaldar, Zattoni e Pugliese (2021), mencionam que futuramente veremos implicações desta pandemia em determinadas áreas de governo societário, tais como, finalidade da sociedade, estrutura acionista, CA, remuneração dos administradores executivos e prestação de contas.

Quanto a estrutura acionista, considerando que em muitos países a lei das sociedades comerciais exige que haja maioria, quórum, para a deliberação das principais decisões de negócio nas assembleias gerais anuais, os autores acima afirmam que a pandemia poderá ter modificado a dinâmica de informação e poder entre os acionistas, tais como, os acionistas minoritários enfrentarem elevados riscos de expropriação.

Relativamente aos procedimentos e a tomada de decisão do CA, estes serão afetados. A remuneração dos administradores executivos será certamente alvo de pressões por parte dos acionistas e haverá um escrutínio maior das partes interessadas relativamente a forma como estruturam os mecanismos de remuneração e monitoram os seus efeitos. No que diz respeito aos mecanismos de prestação de contas interna e externa

das sociedades, estes serão claramente controlados, por conta da assimetria de informação entre as partes interessadas e será constatado se os auditores externos se deixarão tentar em amenizar os efeitos da crise nas demonstrações financeiras (Zattoni e Pugliese, 2021).

Os organismos internacionais também se posicionaram relativamente aos mecanismos de governo das sociedades que podem ser usados para mitigar os efeitos negativos da pandemia.

Para a (OCDE, 2021) a recuperação e a resiliência de longo prazo serão alcançadas pelas sociedades após a pandemia se o órgão de regulação promover a reavaliação da flexibilidade e proporcionalidade no governo das sociedades, bem como das funções e responsabilidades dos conselhos de administração dos grupos da empresa. Igualmente deve ser feita uma avaliação do cenário em mudança da estrutura acionista, uma revisão do governo das sociedades e da gestão de riscos ambientais, sociais e de governança (ESG).

De igual modo, a IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) alerta as sociedades cotadas, às comissões de auditoria, aos auditores externos e aos responsáveis pelos governos das sociedades que neste momento de incerteza causada pela pandemia, cada um tem uma participação imprescindível em providenciar aos investidores informações financeiras fidedignas, transparentes e precisas. Cabe aos responsáveis pelos governos das sociedades e às comissões de auditoria, o controlo dos relatórios financeiros das sociedades e do processo de auditoria externa (IOSCO, 2021).

O auditor externo deve assegurar que as prestações dos seus serviços estão de acordo às normas estabelecidas. A administração deve fornecer estimativas fiáveis e informações financeiras respeitante ao atual e potencial impacto nas sociedades da pandemia (IOSCO, 2021).

Apresentamos abaixo os mecanismos de governo das sociedades que estiveram efetivamente em vigor para mitigar os efeitos negativos da pandemia.

No que se refere às consequências da pandemia no governo e desempenho das sociedades, não é surpresa que a houve alterações de normas no ordenamento jurídico de países como a Austrália, Canadá, Bélgica, Suíça, Portugal, Noruega, Espanha, Itália, Coreia do Sul, Reino Unido, Estados Unidos entre outros, onde leis societárias

respeitantes as mitigações da crise causada pela pandemia foram implementadas. Para países como o principado do Liechtenstein ou Canadá (Ontário) a lei das sociedades existente já possuía os requisitos mínimos para que houvesse uma evolução para a digitalização (Zetzsche et al., 2021).

De um modo geral, Zetzsche et al., (2021) afirmam que também houve consequências nas informações, participações, comunicações e reuniões com os acionistas e com o CA que passaram a ser digitalizadas, preferindo-se as reuniões e assembleias gerais virtuais ou híbridas, com votos online ou por correio. Os prazos para auditoria e submissão das demonstrações financeiras trimestrais e anuais das sociedades cotadas foram alargados.

Em conformidade, Xi (2021) relata que na China a pandemia trouxe poucas alterações na lei das sociedades comerciais das empresas chinesas, especialmente nos assuntos relativos a assembleia dos acionistas e voto. No entanto, os acionistas minoritários chineses votaram de maneira mais informada e ponderada durante a pandemia comparativamente aos cinco anos anteriores, em parte por conta do recurso às tecnologias de informação e comunicação em modo remoto, que diminuiu substancialmente os encargos destes, principalmente dos investidores, para supervisionar os seus investimentos.

Segundo Elmarzouky et al. (2021a), ao analisarem as empresas não financeiras do Financial Times Stock Exchange 100 Index (FTSE) do Reino Unido (RU), para o ano de 2020, verificaram que existe uma conexão positiva e significativa entre o grau de divulgação de informações relativas à pandemia pelo governo e a divulgação de informações sobre o desempenho das empresas nos seus relatórios anuais.

Os autores acima mencionam que quanto mais alta for a taxa de independência do CA e o seu tamanho, bem como a diversidade de género, pois que mulheres no CA tendem a fomentar a vigilância, multiplicidade de conceitos, novos pontos de vista, competências, experiências de mercado para a tomada de decisão, maior será a relação entre a divulgação de informação sobre a pandemia com mais informações sobre o desempenho das empresas nos seus relatórios anuais. As sociedades com práticas robustas de governo tendem a facultar mais informações de desempenho associadas a divulgação de informação durante a pandemia.

Outro facto constatado pelos autores, porém, em outro estudo, é que o desfasamento de informação decresce à medida que aumenta a publicação de informações acerca da pandemia, o que paralelamente aumenta a incerteza nos relatórios anuais, por conta das expectativas de mercado e não de governo, existindo assim uma associação positiva entre ambos.

Os relatórios anuais apresentam mais informações por conta da incerteza originada pela pandemia, sendo que as partes interessadas exigem a divulgação de mais dados para mitigar as incertezas. Por conseguinte, constataram que as sociedades cujo tamanho do CA é maior reportam mais incertezas nos reportes anuais comparativamente as empresas com conselhos de menor tamanho, logo divulgam mais informações. (Elmarzouky et al., 2021b).

Não obstante Khatib e Nour (2021) constataram que as estruturas de governo das sociedades terem sido afetadas pela pandemia, verificaram que o mesmo não foi significativo relativamente ao período que antecedeu a pandemia. Ao relacionarem as características de governo societário com o desempenho, verificaram que o tamanho do CA é irrelevante perante as incertezas da pandemia, que a diversidade de género melhora significativamente o desempenho, medido pelas variáveis ROA e ROE, durante a pandemia comparativamente ao período de pré-pandemia, em que a relação é inversa.

Os autores citados acima também notaram que as reuniões do CA e da comissão de auditoria têm uma relação inversa com o desempenho, antes e durante a pandemia, por conta das elevadas remunerações da administração e honorários por reuniões, por exemplo.

Ao analisarem as empresas de turismo cotadas na China para perceberem qual a influência das variáveis de governo das sociedades na diminuição do desempenho das empresas de turismo por conta da pandemia, Jin e Xiao (2021) constataram que quanto menor for o tamanho do CA das empresas de turismo menor será o declínio no desempenho da empresa, medido pelo ROA e taxa de crescimento da receita operacional total.

As empresas de turismo que têm elevados incentivos remuneratórios têm uma descida menor no desempenho da empresa, medido pela taxa de crescimento da receita operacional total e pelo ROA. Os autores Jin e Xiao (2021) concluíram que o tamanho

do órgão de fiscalização das empresas de turismo não influencia o desempenho das empresas, taxa de crescimento da receita operacional total e o ROA.

Ding et. al. (2021) analisaram três elementos de governo das sociedades (gestão entrincheirada, estrutura dos conselhos de administração e sistemas de remuneração de executivos), visto que cada um pode impactar a percepção do mercado relativamente a resiliência das sociedades à pandemia e descobriram que as sociedades com gestão entrincheirada tendem a experimentar diminuições mais acentuadas nos preços das ações em resposta à pandemia e que a estrutura do conselho de administração, medida pela independência e o tamanho do CA, não interferem na contabilização da reação dos preços das ações por causa da pandemia.

Por meio da análise de sociedades cotadas do Reino Unido, Hsu e Yang (2022), verificaram que a qualidade dos relatórios financeiros é maior durante o período que antecede a pandemia do que durante a pandemia, e que tal deriva da elevada assimetria de informação e do fraco desempenho das sociedades aquando da pandemia.

No que toca ao governo das sociedades, salientam que possuir um CA amplo ajuda a amenizar o impacto negativo da pandemia na qualidade dos relatórios financeiros. No entanto, a independência do CA e a dualidade do presidente, isto é, ser simultaneamente presidente do CA e presidente do conselho executivo, não ajudou a atenuar o impacto da pandemia na qualidade dos relatórios financeiros.

Por meio da investigação feita às pequenas e médias empresas do Vietname, Le e Nguyen (2022) descobriram que os bons princípios de governo das sociedades podem mitigar os efeitos adversos da pandemia na continuidade do negócio, bem como ajudar as empresas a melhorarem a sua habilidade em responder a oscilações no mercado. Sublinham ainda que os princípios de governo das sociedades afetam a associação entre a continuidade de negócio com o impacto social e comportamental dos clientes durante a pandemia.

Outra pesquisa realizada por Xuguang et al. (2021) respeitante a ligação existente entre as características do CA, nomeadamente, presidente do conselho executivo do género feminino, tamanho e diversidade do CA, com o comportamento filantrópico das sociedades para combater a pandemia e as flutuações dos preços das ações, demonstrou que na China a bolsa de mercado responde favoravelmente às doações feitas

pelas sociedades e que o comportamento filantrópico tem efeito positivo no preço das ações.

Concluíram ainda que a liderança feminina é mais suscetível de ter comportamentos filantrópicos e que a participação feminina no CA está positivamente relacionada com o comportamento filantrópico. No entanto, quanto maior for o tamanho do CA menor será o comportamento filantrópico durante a pandemia.



## **2.7 Governo das Sociedades em Portugal**

### **2.7.1 Evolução histórica**

O contexto histórico concernente a adoção da primeira versão das recomendações de Governo das Sociedades remete-nos ao final da década de 90, isto é, a 1999 e foi emitida pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, localizadas ou a funcionar em Portugal.

Desde então, várias versões de regulamentos foram emitidas, revistas e substituídas por outras que atendessem ou complementassem as exigências regulatórias e informativas das melhores práticas de governo societárias, refletindo, entre outras, a evolução, contextualização, flexibilidade e dimensão das sociedades e dos mercados. Pelo que apresentamos sumariamente os principais marcos históricos e respetivas novidades dos regulamentos que trouxeram atualizações à temática de governo das sociedades.

#### **I. CMVM emite 17 recomendações sobre o governo das sociedades**

Conforme já foi mencionado, em Portugal o pontapé de saída relativamente ao primeiro grupo de recomendações de governo das sociedades cotadas partiu da CMVM ao divulgar 17 recomendações acerca do tema, distribuídas em cinco partes, nomeadamente a divulgação de informação, o exercício de voto e a representação dos acionistas, os investidores institucionais, as regras societárias e a estrutura e o funcionamento do órgão de administração (CMVM, 1999).

#### **II. Regulamento da CMVM n.º 7/2001<sup>3</sup>**

Posteriormente foi publicado o regulamento da CMVM n.º 7/2001, que recomendava as sociedades emitentes a divulgação anual de informação sobre diferentes assuntos relacionados ao governo das sociedades, tais como, o cumprimento ou incumprimento das recomendações com a devida justificação, com base no princípio *comply or explain*. O relatório anual sobre o governo das sociedades devia ser parte

---

<sup>3</sup> [Regulamento] n.º 7/2001, Diário da República - II Série ,12)

integrante dos relatórios anuais de gestão das sociedades, respeitando o modelo de relatório definido e anexado no presente regulamento. Este regulamento foi revogado pelo regulamento da CMVM n.º 1/2007.

### III. **Regulamento da CMVM n.º 11/2003<sup>4</sup>**

Seguidamente veio o regulamento da CMVM n.º 11/2003 que trouxe nova atualização no sentido de tornar o relatório anual sobre o governo das sociedades o mais completo possível. Efetuou alterações ao Regulamento da CMVM n.º 7/2001, tais como, ao aditar que as sociedades emitentes deveriam publicar na internet os estatutos, a agenda semestral dos eventos da sociedade e as convocatórias e reuniões da AG.

### IV. **Regulamento da CMVM n.º 10/2005<sup>5</sup>**

Posteriormente publicou-se o regulamento da CMVM n.º 10/2005, atualmente revogado, em que a novidade se centra nas alterações respeitantes ao aprimoramento do sistema de fiscalização dentro da sociedade que passa a ter um conceito de independência mais reforçado e direcionado no administrador não executivo. Fomentou a transparência fundamentalmente em 3 áreas: política de comunicação de ilegalidades, remuneração e qualificação dos administradores, resultando em mais imposições quanto a informação a prestar no relatório anual de governo das sociedades.

### V. **Regulamento da CMVM n.º 1/2007<sup>6</sup>**

Em seguida destacamos o regulamento da CMVM n.º 1/2007 e evidenciamos a alteração na estrutura do relatório a divulgar pelas sociedades emitentes relativamente a estrutura e prática do governo da sociedade. As recomendações passam a ter uma nova organização e passam de recomendações de governo das sociedades para “Código sobre o Governo das Sociedades da CMVM”.

Não obstante ter suprimido o conceito regulamentar de independência, acresceu a lista de incompatibilidade prevista no CSC e considerou o conceito de independência estabelecido no CSC cuja aplicabilidade, sem prejuízo do modelo de governo societário selecionado, inclui os membros do conselho fiscal, os administradores não executivos

---

<sup>4</sup> [Regulamento] n.º 11/2003, Diário da República - II Série, 2)

<sup>5</sup> [Regulamento] n.º 10/2005, Diário da República - II Série, 18)

<sup>6</sup> [Regulamento] n.º 1/2007, Diário da República - II Série, 21)

membros da comissão de auditoria, os membros do conselho geral e de supervisão e os membros da comissão para as matérias financeiras.

E de modo a incentivar o controlo e a transparência das transferências remuneratórias mais pertinentes, impôs a obrigatoriedade da divulgação a nível individual das quantias relacionadas a cessação das funções durante o mandato em causa, sempre que estes ultrapassem o dobro da remuneração mensal fixa auferida.

O presente regulamento foi revogado pelo regulamento da CMVM n.º 1/2010 e revogou o regulamento da CMVM n.º 7/2001.

## VI. **Regulamento da CMVM n.º 1/2010**<sup>7</sup>

Posteriormente foi publicado o regulamento da CMVM n.º 1/2010 nas quais as principais intervenções passam pelo estabelecimento da possibilidade de as sociedades emitente poderem selecionar um Código de Governo de Sociedade que melhor se adequa às suas características, contanto que informem previamente e respeitem os princípios considerados no artigo 1.º, n.º 2 do regulamento da CMVM n.º 1/2010:

a) Assegure a proteção dos interesses dos acionistas e de transparência, por meio de princípios e práticas de governo das sociedades, a níveis não inferiores aos garantidos no código de governo das sociedades da CMVM.

b) Contendam no mínimo todas as matérias abordadas no código da CMVM.

c) provenham de instituições que coloquem esta responsabilidade em especialistas na matéria com a devida independência.

E no seguimento da publicação da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho, que revê o regime sancionatório no sector financeiro em matéria criminal e contraordenacional, o regulamento introduziu a informação a ser publicada relativamente a remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização.

Tendo sido revogado pelo regulamento da CMVM n.º 4/2013 o regulamento acima esteve em vigor até 31 de dezembro de 2013.

---

<sup>7</sup> [Regulamento] n.º 1/2010, Diário da República - II Série, 1

## VII. Regulamento da CMVM n.º 4/2013<sup>8</sup>

O regulamento da CMVM n.º 4/2013 procedeu-se a alteração do conteúdo do relatório de governo societário por meio da sistematização dos requisitos informativos de envio obrigatório e fundamentais, passa a proporcionar às empresas a utilização de um Código de Governo das Sociedades diferente do divulgado pela CMVM sem a necessidade de autorização prévia deste órgão ou até mesmo a reformulação do código, cabendo às sociedades a fundamentação devidamente cabimentada da escolha feita, deixando de estar sujeita à verificação dos requisitos anteriormente existentes.

Quanto a aplicabilidade do código de governo das sociedades vem esclarecer o princípio *comply or explain* relativamente à equivalência material entre o cumprimento das recomendações e a esclarecimento para incumprimento, particularmente quando a explicação possibilita uma valoração dos motivos apresentados de modo que a tornem semelhante ao cumprimento da recomendação.

O presente regulamento encontra-se em vigor desde 1 de janeiro de 2014 e revogou o regulamento da CMVM n.º 1/2010.

## VIII. CMVM e IPCG celebram protocolo de cooperação em 2017

Considerando a necessidade de se proceder a transição para um modelo de autorregulação do regime recomendatório do governo da sociedade e de evitar-se a dualidade de códigos existentes, isto é, o código de governo das sociedades da CMVM de 2013 e o código de governo das sociedades do IPCG de 2014, principalmente quando o mercado ainda apresentava pouca expressão em termos de sociedades cotadas foi assinado um protocolo de cooperação em 2017 entre a CMVM e o IPCG (IPCG, 2017).

Importa referir que o IPCG já havia publicado em 2012 a sua primeira versão do código de governo das sociedades.

Assim, em 2018 a CMVM aceitou a alteração do quadro regulatório ao consentir a substituição do Código de Governo das Sociedades da CMVM pelo Código de Governo das Sociedades do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), publicado em 2017, e que entrou em vigor em 2018. Isto posto, foi revogado o Código de Governo das

---

<sup>8</sup> [Regulamento] n.º 4/2013, Diário da República - II Série, 1

Sociedades da CMVM de 2013 em que a última aplicação ocorreu para o exercício económico de 2017. A partir do exercício económico de 2018, a reportar em 2019, começou a vigorar o paradigma de monitorização estabelecido pelo IPCG que passou a ser utilizado com o intuito de avaliar o grau de adesão das sociedades emitentes às recomendações (IPCG, 2018).

A publicação do novo código de governo das sociedades do IPCG, que também contou com a participação da CMVM mereceu ampla adoção pelas sociedades emitentes.

#### **IX. Código de Governo das Sociedades do IPCG (Versão 2020).**

Seguindo o mote de atualização bienal do código, em 2020 ocorreu a nova revisão do código de governo do IPCG que apresenta sete capítulos, vinte e quatro princípios correspondentes e cinquenta e três recomendações que estão em sintonia com as melhores práticas e diretrizes internacionais (IPCG, 2020).

As principais diferenças do novo código do IPCG relativamente ao anterior serão desenvolvidas mais adiante.

#### **X. Regulamento da CMVM n.º 9/2020<sup>9</sup>**

Por fim, realçamos o regulamento da CMVM n.º 9/2020, atualmente em vigor, que determina o dever de envio à CMVM de um relatório de autoavaliação dos sistemas de governo e de controlo interno substituindo o relatório de avaliação da eficácia do sistema de controlo do cumprimento, do serviço de gestão de riscos e de auditoria interna.

Tem em vista o fortalecimento do governo das empresas fomentando maior empenho e maior responsabilização no que se refere a apropriada observância dos mecanismos de controlo interno.

Por conseguinte, é incontestável a assunção de que outros instrumentos regulatórios provenientes de entidades que também versam sobre a matéria respeitante ao governo das sociedades levaram as diversas atualizações regulamentares realizadas pelas CMVM, normalmente bienal. Aspira-se o constante alinhamento e enquadramento das

---

<sup>9</sup> [Regulamento] n.º 9/2020, Diário da República II Série, 16

normas nacionais e europeias sobre o assunto, bem como o atendimento das melhores práticas internacionais.

À título de exemplo temos:

- i) A Recomendação da Comissão Europeia n.º 2002/590/CE, de 16 de maio de 2002, sobre a independência dos auditores.
- ii) A Comunicação da Comissão Europeia de 21 de maio de 2003, sobre o Plano de Ação da Comissão Europeia sobre Direito das Sociedades e Governo das Sociedades.
- iii) A Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE, de 14 de dezembro de 2004, sobre a Remuneração dos Administradores.
- iv) A Revisão dos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades aprovada em 2004.
- v) A Recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE, de 15 de fevereiro de 2005, sobre o Papel dos Administradores Não Executivos.
- vi) A Revisão do CSC introduzida em Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, particularmente nas temáticas relativas às estruturas de governo das sociedades anónimas.
- vii) A consagração do artigo 245.º-A no Código dos Valores Mobiliários em 2007, no contexto da transposição da diretiva das Ofertas Públicas de Aquisição.

## **2.7.2 Análise Comparativa das Recomendações da CMVM de 2013 com as Recomendações do IPCG de 2018**

As principais novidades e diferenças do novo código do IPCG centram-se na estrutura do código que passa de 40 recomendações (código da CMVM) para 60 recomendações (código do IPCG) consubstanciadas em 23 princípios. Os princípios têm, por um lado, o intuito de estabelecer uma base comum relativamente a interpretação e aplicação das recomendações e por outro lado, apresentam os parâmetros qualitativos que assistirão à aplicação do princípio *explain*.

Nota-se ainda um cuidado acrescido aos fluxos de informação, ao papel dos administradores independentes, ao funcionamento e composição dos órgãos sociais, em especial na fiscalização bem como na diversidade de género, aos conflitos de interesses e transações com partes relacionadas e à gestão de risco.

O novo código não tem carácter obrigatório, mas de orientação sobre o bom governo societário e está em sintonia com as melhores práticas e diretrizes nacionais e internacionais.

Assim, não apresentou qualquer recomendação que tivesse teor estatutário e eximiu-se de apresentar qualquer recomendação quanto à matéria dos modelos organizacionais, com vista a permitir que fosse adaptável aos distintos contextos e particularidades de cada sociedade emitente. Determinadas recomendações foram adaptadas em conformidade com a dimensão dos emitentes e dado consentimento para adaptar por meio estatutário ou similar, certas matérias pertinentes para o governo das sociedades.

De acordo a Gomes (2017) as principais novidades patentes no novo código do IPCG podem ser apresentadas em nove grupos. Sumariamente temos:

- i. Fluxos de informação: Diversas recomendações (Recomendações I.1.1, I.2.2, I.2.5, I.3.1, I.3.2 CGS IPCG) foram desenvolvidas no sentido de garantir que o fluxo de informação, interno e externo, são os mais adequados.
- ii. Participação dos acionistas na vida da sociedade: Reitera a participação dos acionistas na vida da sociedade, nomeadamente nas recomendações (II.1 a II.6 CGS IPCG)

relativas a não fixação de quórum deliberativo não superior ao previsto na lei.

- iii. Funcionamento e articulação dos órgãos sociais, administração não-executiva e fiscalização: Traz novas recomendações. O órgão de administração é solidariamente responsável pelas decisões dos seus membros, independentemente da delegação de poderes ou repartição de tarefas. Quanto a administração não-executiva, aborda-se a composição que deve incluir a diversidade de género, aspeto que não constava do código da CMVM. O número de membros não-executivos deve ser adequado à dimensão e complexidade da sociedade, devendo ser superior ao de administradores executivos.
- iv. Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas: Constata-se a ênfase dada a gestão de conflitos de interesses de forma apropriada no meio de cada órgão social. Relativamente às transações com partes relacionadas remete concretamente ao órgão de administração e de fiscalização a responsabilidade de definir, entre outros, o âmbito e o valor mínimo de negócios com partes relacionadas.
- v. Avaliação anual do desempenho: A CMVM já contemplava este tema, todavia o novo código traz aspetos pertinentes atinentes a avaliação anual do desempenho da administração, sendo mais concreto. O órgão de administração avalia a observância do plano estratégico da sociedade e do orçamento, a gestão de riscos, o funcionamento interno do órgão de administração e das suas comissões, entre outros.
- vi. Remunerações: A remuneração dos órgãos sociais e respetiva transparência já vinha sendo tratada pela CMVM.
- vii. Nomeações: Verifica-se uma maior preocupação no que diz respeito às nomeações para os órgãos sociais, que devem estar acompanhadas de fundamentação quanto ao perfil dos candidatos e atribuída à comissão de nomeação o acompanhamento e apoio.
- viii. Gestão de risco: Em contraste com o código da CMVM, passamos a ter um capítulo específico para esta temática. Salienta-se a necessidade de avaliação anual do grau de cumprimento interno e o desempenho do sistema de gestão de riscos.
- ix. Revisão legal de contas e sua fiscalização: É de salientar que o revisor oficial de contas deve cooperar com o órgão de fiscalização, comunicando-lhe imediatamente qualquer irregularidade ou dificuldade pertinente que tenha detetado.



### **2.7.3 Análise Comparativa das Recomendações do IPCG 2018 com as Recomendações do IPCG de 2020**

Um dos objetivos do novo Código de Governo das Sociedades do IPCG revisto em 2020 foi o de concluir a inclusão de todos os elementos fundamentais de governação corporativa que garantissem a sua autorregulação bem como a continuidade com o alinhamento das melhores práticas internacionais.

Como principais novidades do código do IPCG 2020 realçamos na estrutura e forma a mudança do título do capítulo VI. que passou de gestão de risco para controlo interno, sendo que os demais capítulos se mantêm constantes, e passamos de 60 recomendações para 53.

Relativamente ao Capítulo I. Parte geral, constatámos que a recomendação I.4.1. IPCG 2020 - Conflitos de interesses colocou a imposição dos membros dos órgãos de administração, fiscalização e das comissões internas informarem sempre que existirem conflitos de interesse seus com o interesse social no regulamento ou via equivalente.

A recomendação I.5.1. IPCG 2020 - Transações com partes relacionadas, deixou de colocar os parâmetros das transações relacionadas que devem ser definidas pelo órgão de administração e passa a recomendar ao órgão de administração que publique no relatório de governo ou por outra via publicamente disponível, o procedimento interno de verificação das transações com partes relacionadas.

A recomendação I.5.2. IPCG 2020 - Acresce que o órgão de administração deve comunicar ao órgão de fiscalização os resultados do procedimento interno de verificação das transações com partes relacionadas, incluindo as transações objeto de análise.

Em relação ao Capítulo II. Acionistas e AG, verifica-se mutação na Recomendações II.3. IPCG 2020 que deixa de impor somente que as sociedades implementem os meios adequados para participação dos acionistas por meios telemáticos e passa a recomendar que os meios sejam adequados para a participação dos acionistas na AG à distância, em termos proporcionais à sua dimensão. A recomendação II.4 IPCG 2020 muda a implementação dos meios adequados para o exercício do direito de voto de "por correspondência" para à distância, alargando-o e acresce que pode ser por correspondência e por via eletrónica.

A respeito do Capítulo III. Administração não executiva e fiscalização, notamos que passa de 12 recomendações para 7 recomendações em 2020. As recomendações III.10., III.11. e III.12. do cap. III do IPCG 2018 foram inseridas no cap.VI - Controle interno do IPCG 2020. Anulou as recomendações III.6. e III.7 IPCG 2018 no IPCG 2020. A recomendação III.8. IPCG2018 para a ser a recomendação III.6. com o acréscimo de que a avaliação e pronunciamento do órgão de fiscalização sobre as linhas estratégicas e a política de risco deve ocorrer previamente à sua aprovação final pelo órgão de administração.

Verifica-se mutação na Recomendação III.2. IPCG 2020 que acresce o dever de constar do relatório de governo os critérios usados e considerados adequados para o estabelecimento do número de membros não executivos do CA e do órgão de fiscalização, bem como o número de membros da comissão o para as matérias financeiras.

Quanto ao Capítulo IV. Administração executiva, verificamos que a recomendação IV.3. IPCG 2018 foi eliminada, talvez por ser muito semelhante a recomendação VI.1. IPCG 2020 e a recomendação IV.4. IPCG 2018 passa a ser a recomendação VI.2.

Em relação ao Capítulo V. Avaliação de desempenho, remunerações e nomeações, a recomendação V.1.1. IPCG 2020 usa a expressão "administradores executivos" em vez de "administradores-delegados". Ou seja, especifica a que membros do órgão social se refere. A recomendação V.2.1. IPCG 2018 foi desdobrada em duas e corresponde as recomendações V.2.1. e V.2.2. IPCG 2020. A recomendação V.2.1. permite que seja constituída uma comissão de remunerações, nos termos do artigo 399.º do CSC.

A recomendação V.2.4. IPCG 2018 corresponde a recomendação V.2.3, contudo amplia a responsabilidade incluindo a AG, sob proposta da comissão de remuneração e deve ser aprovado o montante máximo de todas as compensações a pagar ao membro de qualquer órgão ou comissão e não somente o regime de pensões e obriga à divulgação no relatório de governo ou no relatório de remunerações.

As recomendações V.2.2., V.2.3. e V.3.6 IPCG 2018 foram eliminadas. As recomendações seguintes mudaram de ordem numérica: V.4.1. passou a ser V.3.4, V.4.2. passou a ser V.4.2., V.4.3. passou a ser V.3.3., V.4.4. passou a ser V.3.4., V.3.1. passou

a ser V.2.7, V.3.2. passou a ser V.2.8, V.3.4 passou a ser V.2.9, V.3.5. passou a ser V.2.10, V.2.6 passou a ser V.2.5 e V.2.6, V.2.3. passou a ser V.2.4.

No tocante ao Capítulo VI. que passou a designar-se Controlo interno em vez de Gestão de Risco, a recomendação VI.1. IPCG 2020 apresenta um texto mais claro. A recomendação VI.2 IPCG 2018 corresponde a recomendação VI.6, no entanto, eliminou-se a alínea v). A recomendação VI.3. IPCG 2018 corresponde a recomendação VI.7. IPCG 2020, contudo com o acréscimo de mais responsabilidades de fiscalização para a sociedade no âmbito de sistema de controlo interno.

A recomendação VI.3. IPCG 2018 foi removida e corresponde a recomendação VI.7. IPCG 2020, porém mais especificada pois acrescenta que a sociedade deve estabelecer procedimentos de fiscalização, avaliação periódica e de ajustamento do sistema de controlo interno. Foram introduzidas 4 novas recomendações oriundas de outros capítulos: recomendação VI.2 IPCG 2020 era a recomendação IV.4 IPCG 2018, VI.3. era a recomendação III.10 e III.11, VI.4 era a recomendação III.12, VI.5 era a recomendação III.12.

Com relação ao Capítulo VII. Informação financeira as recomendações VII.2.4. e VII.2.5 foram eliminadas.

## **2.8 Governo das Sociedades em Espanha**

### **2.8.1 Evolução histórica**

Em Espanha, o primeiro código de bom governo surgiu, por um lado, como forma de atender as exigências dos sectores profissionais e do próprio mercado financeiro relativamente às maiores necessidades de responsabilidade, transparência, defesa dos acionistas, entre outras, no governo societário das empresas que operam no mercado financeiro.

Por outro lado, pela política de privatizações de empresas públicas que iria permitir a entrada de muitos acionistas que clamariam por melhores desempenho das administrações. Desta feita, em 1997 foi criada pelo governo uma comissão especial para estudar e apresentar um código ético do CA das sociedades, com o apoio da Comissão nacional do Mercado de Valores (CNMV) Espanhol (Comisión Olivencia, 1998).

Novamente nos propomos a apresentar uma síntese dos principais normativos e aspetos que marcaram o tema de governo das sociedades em Espanha.

#### **I. Código de Bom Governo (1998)**

Como consequência da comissão criada, em 1998 foi publicado o primeiro código de bom governo que solicitava informações sobre o CA, designadamente: i) a missão, composição, estrutura e funcionamento do conselho de administração. ii) nomeação, destituição, remuneração e os deveres de lealdade dos administradores, iii) os poderes de informação da administração, iv) o CA e os acionistas, v) relações do CA com os mercados e auditores, vi) adoção e divulgação de regras governamentais.

Verifica-se assim, que as recomendações se centravam nos conselhos de administração e inspiraram-se em princípios que incluem a transparência, eficiência e responsabilidade do CA ao serviço do interesse social, definido de acordo a regra de criação de valor para o acionista, resultando em 23 recomendações.

Com vista a garantir a comparabilidade na divulgação de informação sobre o governo das sociedades, em 1999 foi publicado um modelo para o relato das informações a publicar.

## **II. Relatório de Transparência e segurança dos mercados financeiros e sociedades cotadas (2003)**

Com o intuito de fomentar a transparência e a segurança nos mercados e empresas cotadas, a comissão especial publicou em 2003 reflexões e recomendações no relatório de transparência e segurança dos mercados financeiros e sociedades cotadas. Não obstante, o relatório ser dirigido às empresas e participantes do mercado de capitais, o seu foco está nas sociedades cotadas.

O relatório respeitante a transparência é a resposta para a procura do equilíbrio entre a regulação, de modo a fornecer proteção legal aos acionistas, e a autorregulação para as sociedades cotadas. Em suma, é o que pode ser considerado como o princípio da liberdade, ou seja, liberdade dos acionistas e das sociedades em autorregular-se na decisão e aplicação das estratégias, mas também de organizar a sua própria governação corporativa.

O relatório aborda, entre outros, as especificações dos deveres de lealdade e diligência, o conceito de conflito de interesse, o funcionamento do conselho de administração, a assembleia dos acionistas e as relações entre as sociedades cotadas e as demais sociedades com as quais estabeleçam relações de carácter comercial ou de consultoria.

## **III. Código Unificado de Bom Governo das sociedades cotadas (2006)**

Em 2006 foi publicado o código unificado de bom governo, que trouxe como princípio básico o carácter facultativo respeitante a adoção, ou não, das recomendações de governação corporativa, sujeito ao princípio internacional de *comply or explain*. Ou seja, as sociedades cotadas deviam especificar o nível de conformidade das recomendações de governação corporativa, justificando qualquer incumprimento.

As sociedades cotadas têm o poder de decisão quanto à conformidade, ou não, com as recomendações do código de boa governação. No entanto, o reporte respeitante a determinado tópico deve sistematicamente respeitar os conceitos implícitos usados nas recomendações. Desta feita, caberá aos acionistas, investidores e ao mercado em geral, avaliarem as explicações dadas pelas sociedades quanto ao nível de conformidade com as recomendações do código, pelo que a CNMV não tomará qualquer ação concernente

ao nível de conformidade e qualidade das explicações dadas pelas sociedades de modo a não invalidar a natureza voluntária do código. Contudo, poderá exigir às empresas que refaçam quaisquer omissões, dados falsos ou dúbios. O código passa de 23 recomendações para 58 recomendações.

#### **IV. Código unificado de bom governo das sociedades cotadas (2013)**

Em maio de 2013, o Conselho de Ministros aprovou a criação de uma comissão de especialistas em matérias de governação corporativa para propor iniciativas e alterações legislativas que se considerassem apropriadas para salvaguardar o bom governo do setor empresarial e para prestar suporte e assessoria à CNMV na atualização do código de 2006.

Assim, em junho de 2013 o conselho da CNMV aprovou a atualização parcial do código unificado de bom governo de sociedades cotadas. Esta alteração surgiu da necessidade de adequar ou remover recomendações afetadas pelas mudanças legislativas, bem como, dos objetivos traçados pelo plano nacional de reforma de 2013, nomeadamente de melhorar a eficiência e a responsabilização da governação nas empresas espanholas e a conformidade com as práticas e princípios internacionais de bom governo.

O novo código, que passa de 58 recomendações para 53, apresenta princípios e recomendações de adesão voluntária. Ou seja, na senda do princípio internacional *comply or explain*, o código de 2013 veio formular as recomendações que as sociedades cotadas deviam considerar para completar a obrigação de comunicação colocada por esse princípio, sem esquecer que as recomendações se aplicam às empresas cotadas independentemente do nível de capitalização ou dimensão. Contudo, ressaltou-se que se algumas das recomendações se tornarem muito dispendiosas ou inadequadas para sociedades de pequeno tamanho, estas têm a liberdade e a autonomia de organização de adaptar ou negar certas recomendações, desde que expliquem as razões e as opções feitas.

#### **V. Código de bom governo das sociedades cotadas (2015)**

Sem estar alheia às novas necessidades de atualização do código, de modo a

cumprir cabalmente com os objetivos traçados na resolução do Conselho de Ministros de 2013, tais como, o de garantir o funcionamento adequado dos órgãos sociais e administrativos das empresas espanholas de modo a maximizar a sua competitividade, melhorar o controlo interno e o sistema de responsabilidade corporativa, fomentar a confiança e a transparência para os acionistas e investidores estrangeiros, bem como o de proporcionar a correta distribuição interna de funções, deveres e responsabilidades de acordo aos modelos de máximo rigor e profissionalismo, em fevereiro de 2015 a direção da CNMV aprovou o novo código de bom governo.

As principais medidas introduzidas pelo novo código de bom governo foram: i) introdução de um novo formato baseado na seleção e identificação dos princípios que informam cada conjunto de recomendações específicas; ii) determinadas recomendações como as relacionadas aos poderes exclusivos da AG ou do CA, votos separados sobre itens da AG, divisão de votos, assim como os conceitos das várias categorias de diretores deixaram de constar do código e passaram a estar redigidas na legislação, despachos e no direito societário; iii) Há um novo conjunto de recomendações que trata especificamente da responsabilidade social corporativa.

Passamos a ter 25 princípios e 64 recomendações repartidas em 3 categorias principais, designadamente, disposições gerais, AG dos acionistas e conselho de administração.

A categoria respeitante ao regime geral trata de questões relativas as restrições estatutárias, sociedades cotadas que pertencem ao mesmo grupo, relatório de conformidade quanto às recomendações de governo das sociedades, reuniões e contatos com os acionistas, investidores institucionais e consultores para o exercício do direito de voto, bem como o exercício da autoridade delegada para emitir ações ou valores mobiliários convertíveis sem direitos de subscrição particular.

A categoria referente a AG dos acionistas aborda a transparência de informação, participação e votação na AG.

A categoria respeitante ao CA aborda as suas responsabilidades, estrutura e composição, funcionamento, organização, responsabilidade social corporativa e remuneração.

## **VI. Guia prático sobre as boas práticas de aplicação do princípio “*comply or explain*”**

Com o intuito de auxiliar as sociedades cotadas a estarem em conformidade com as regras e leis concernentes ao governo das sociedades foi publicado em 2016 um guia prático sobre as boas práticas de aplicação do princípio “*Comply or explain*”

Este guia pretendia que o preenchimento do grau de conformidade das práticas de bom governo, a informar no relatório anual de governo societário, fosse feito de forma adequada.

## **VII. Código de bom governo das sociedades cotadas 2015 (revisão em 2020)**

Seguindo o pretexto de atualização dos códigos, em junho de 2020 ocorreu a revisão do código de bom governo das sociedades cotadas. Continuamos a ter 25 princípios e 64 recomendações.

A revisão teve impacto nas recomendações 2 (sociedades cotadas do mesmo grupo), 4 (reuniões e contatos com os acionistas, investidores institucionais e consultores para o exercício do direito de voto), 6, 7, 8 (Transparência da informação e votação informada), 14 (tamanho, diversidade e política de seleção dos administradores), 15 (composição do CA), 22, 24 (destituição e renúncia do administradores), 37 (comissão executiva), 39, 41, 42, (comissão de auditoria), 45 (a função de controlo e gestão de riscos), 53, 54 (Outras comissões de especialização da administração), 55 (Sustentabilidade social e ambiental, 59, 62 e 64 (Remuneração dos administradores).

Na seção seguinte apresentamos as principais novidades deste código comparativamente ao anterior nas recomendações modificadas.



## **2.8.2 Análise Comparativa das Recomendações de 2015 da CNMV com as Recomendações revistas em 2020 pela CNMV**

Apresentamos abaixo uma análise comparativa das recomendações do código de bom governo das sociedades cotadas de 2015 com as recomendações do código de bom governo das sociedades cotadas revisto em 2020.

I. Recomendação 2 - Ampliou as especificações da recomendação respeitante as transações com partes relacionadas.

II. Recomendação 4 - Relativamente a política de comunicação com os acionistas, investidores institucionais e consultores para o exercício do direito de voto, acresce que a empresa deve ter uma política geral de comunicação de informação económico-financeira, não financeira e societária recorrendo aos canais que considere mais convenientes (media, redes sociais ou outros canais) para a contribuição da maximização da divulgação e qualidade da informação providenciada ao público, mercado, investidores e outras partes interessadas.

III. Recomendação 6 - Removeu a obrigatoriedade de se publicar no seu website o reporte referente a política de responsabilidade social.

IV. Recomendação 7 - Recomenda a transmissão em direto das assembleias gerais dos acionistas no website da empresa, acresce que a empresa deve possuir os instrumentos que possibilitam a delegação e exercício do voto por meios eletrónicos, bem como, no caso de sociedades de grande capitalização e desde que seja proporcional, a assiduidade e participação ativa na AG dos acionistas.

V. Recomendação 8 - Clarifica que a comissão de auditoria deve garantir que as demonstrações financeiras que o CA apresenta na AG dos acionistas está de acordo às normas contabilísticas e caso haja alguma emenda no relatório o presidente do conselho fiscal tem de dar um esclarecimento na AG relativamente a sua opinião quanto ao alcance e conteúdo. Acresce que deve ser providenciado o relatório da sua opinião aos acionistas à data da publicação da convocatória, juntamente com as demais propostas e relatórios do CA.

VI. Recomendação 14 - Clarifica que o CA deve aprovar uma política destinada

a promover uma composição adequada do conselho e acresce que esta deve ter em conta as competências requeridas pelo conselho, favorecer também a idade, ter mecanismos que incentivem a empresa a ter um número significativo de gestores seniores femininas, vistas como favorecimento da diversidade de género, e deixa assim de estipular que 30% do CA seja ocupado pelo género feminino até 2020.

Os resultados da análise prévia das competências exigidas pelo conselho devem constar do relatório da comissão de nomeação e ser publicado aquando da convocação da AG que aprovará a nomeação e reeleição de cada membro do conselho.

VII. Recomendação 15 - Relativamente ao equilíbrio da composição do CA acresce que o número de administradoras femininas tem de corresponder a pelo menos 40% dos membros do CA antes do final de 2022 e subsequentemente, e não menos de 30% antes disso.

VIII. Recomendação 22 - Quanto ao estabelecimento de regras que obrigam os administradores a revelar toda a situação que possa causar dano à empresa, quer seja respeitante a sua atuação ou não na sociedade, e a submeter a sua resignação, acresce que quando o CA tiver conhecimento destas situações deve averiguar o mais rápido possível e, considerando o contexto particular, decidir, com base no relatório da comissão de nomeação e remuneração, aplicar ou não medidas como abertura de inquérito interno, convocação dos membros para a demissão ou destituição do administrador.

Acresce ainda, que somente em situações excecionais é que o CA estará isento de não prestar contas fundamentadas de todas essas deliberações no relatório anual sobre o governo da sociedade, no entanto devem estar lavradas em atas, sem colocar em causa a informação que a empresa deve divulgar, se for o caso, quando adotar as medidas adequadas.

IX. Recomendação 24 - No que se refere à renúncia do cargo antes do fim do mandato, seja por renúncia ou por deliberação da AG, acresce que a fundamentação da decisão tomada, no caso dos administradores não-executivos deve ser em forma de parecer apresentada na AG. E deve haver rapidamente publicação do anúncio da saída e menção das razões ou da situação apresentada pelo administrador caso os motivos sejam pertinentes para os investidores.

X. Recomendação 37 - Quanto à comissão executiva, acresce que deve existir

pelo menos dois membros não executivos, dos quais pelo menos um deve ser independente, sendo que o seu secretário deverá ser o secretário do conselho de administração.

XI. Recomendação 39 - Veio especificar que a nomeação de todos os membros da comissão de auditoria deve considerar o conhecimento e a experiência nas áreas de contabilidade, auditoria e gestão de riscos, financeiros e não financeiros. Removeu desta recomendação a obrigatoriedade da maioria dos lugares do comitê ter de ser ocupada por administradores independentes.

XII. Recomendação 41 - Adiciona que o programa de trabalho anual da auditoria interna deve ser apresentado à comissão de auditoria para aprovação por parte desta comissão ou do conselho de administração, sendo que deve informar também os resultados e a monitorização de suas recomendações.

XIII. Recomendação 42 - Traz acréscimos para a função da comissão de auditoria, relativamente ao sistema de controlo interno e reporte, tais como, de avaliar o processo de preparação e a integridade das informações, financeiras e não financeiras, controlo e gestão dos riscos financeiros e não financeiros, incluindo operacional, tecnológico, legal, social, ambiental, político, riscos de reputação e ligados à corrupção, dentro do grupo, quando for apropriado. O estabelecimento e a supervisão de mecanismos que permitam o reporte de potenciais irregularidades significativas deve abranger também outras partes interessadas na empresa, tais como, os administradores, acionistas, fornecedores, contratados e subcontratados, para além dos funcionários. Deve garantir que as políticas e os sistemas de controlo interno definidas são empregues eficazmente.

XIV. Recomendação 45 - Esta recomendação é concernente a gestão e controlo de risco, acresce que para além da política estar identificada tem de estar também estabelecida, no mínimo, para um modelo de controlo e gestão de risco apoiado em diversos níveis, em que fará parte uma comissão especializada de risco quando a regulamentação do sector assim o dispuser ou a sociedade julgar adequado.

XV. Recomendação 53 - Relativamente às outras comissões especializadas da administração, esta recomendação adiciona que a supervisão da conformidade com as regras e políticas da sociedade também deve ser sobre assuntos respeitantes a área ambiental, social e de governo. A comissão deve ser formada exclusivamente por

administradores não executivos, sendo a maioria independente, com as funções mínimas constantes na recomendação 54.

Salientamos ainda que a recomendação 53 (código de 2015) foi dividida em duas recomendações (código de 2020), isto é, recomendações 53 e 54.

A recomendação 54 (código de 2015) para a ser a recomendação 55 (código de 2020), em que passamos de uma abordagem de responsabilidade social corporativa para sustentabilidade social e ambiental.

XVI. Recomendação 59 - Acrescenta que o relatório anual de remunerações dos administradores das empresas deve conter os parâmetros respeitantes a verificação do pagamento da componente variável da remuneração, de acordo a natureza e as particularidades de cada componente variável, bem como, ter em conta a implementação de uma cláusula de redução assente no diferimento por período suficiente do pagamento de parte das componentes variáveis que resulte na perda parcial ou total desta remuneração na eventualidade de previamente ao momento do pagamento ocorrer um evento que torne isso oportuno.

XVII. Recomendação 62 - Complementa mencionando as exceções para a transferência de titularidade ou exercício de ações, opções ou instrumentos financeiros ligados ao pacote de remunerações, por parte dos administradores executivos. Mas a medida não é extensível quando existe uma avaliação favorável da comissão de nomeações e remunerações para fazer face a uma situação extraordinária.

XVIII. Recomendação 64 - Vem complementar e esclarecer que os pagamentos por rescisão contratual correspondem a quaisquer pagamentos cuja obrigação de acréscimo ou de pagamento provenha por ocasião da suspensão da relação contratual que vinculava o administrador à sociedade, abrangendo valores anteriormente não consolidados por planos de poupança de longo prazo e os valores pagos ao abrigo de acordos de não concorrência pós-contratuais.

## **2.9 Análise Comparativa dos Códigos de Governo das Sociedades Cotadas Portuguesas e Espanholas**

Considerando o tema em epígrafe, torna-se indispensável a realização de uma análise comparativa dos códigos de governo das sociedades cotadas em Portugal e Espanha.

Historicamente, verificámos que em ambos os países, os códigos de governo para as sociedades cotadas ganharam forma e presença própria nos anos 90 do século passado, e de lá para cá, constatámos que Portugal realizou cerca de dez atualizações concretas relativas ao código de governo e Espanha cinco. Ambos os códigos foram alvos de fortes melhorias quanto à introdução de recomendações respeitantes aos temas ligados às boas práticas internacionais, particularmente ao princípio *comply or explain*.

O código de governo das sociedades de Portugal, revisão de 2020, está dividido em sete capítulos, designadamente, parte geral, acionistas e AG, administração não executiva e fiscalização, administração executiva, avaliação de desempenho, remunerações e nomeações, controlo interno e informação financeira. Sendo que cada capítulo apresenta os princípios correspondentes, totalizando ao todo vinte e quatro princípios, seguidos de cinquenta e três recomendações.

O código de bom governo das sociedades cotadas de Espanha, revisão de 2020, está repartido em três partes, designadamente, a introdução, os princípios e as recomendações. Nele constam vinte e cinco princípios e sessenta e quatro recomendações. As recomendações também se encontram divididas em três partes, ou seja, as disposições gerais, a AG dos acionistas e administração, sendo que cada uma destas partes, apresenta subpartes que se traduzem posteriormente em recomendações específicas.

O código de governo das sociedades de Portugal, ao nosso ver, apresenta melhor organização dos capítulos e temas que dispõe. Já o código de Espanha é mais circunscrito em algumas recomendações, quantificando-as mesmo, tais como, o número mínimo para a integração de administradoras do género feminino no CA, isto é, 40% até 2022 e posteriormente, e não menos de 30% antes disso, bem como um número mínimo e máximo para a composição ótima dos membros do conselho de administração, que no seu entender deve variar entre cinco e quinze membros.

Relativamente a AG e aos acionistas, ambos os códigos versam acerca deste tópico. Há preocupação em que as sociedades assegurem a participação, inclusive à distância, dos acionistas e que estes recebam de forma atempada informações pertinentes para deliberação e que haja transparência de informação.

Em Portugal, relativamente às regras de participação na AG, recomenda-se que não se deva fixar uma quantidade demasiadamente elevada de ações necessárias para darem direito a um voto. No entanto, se cada ação não corresponder a um voto, tal deve estar esclarecido do relatório anual.

Não devem ser selecionados requisitos que impossibilitem a tomada de deliberações pelos acionistas, tais como quórum decisivo acima do definido na lei, sendo que de acordo à sua dimensão, a participação à distância pelos acionistas na AG deve estar garantida com os meios convenientes assegurados pela sociedade, bem como o exercício do direito de voto à distância, seja por correspondência ou via eletrónica.

Se existir por meio dos estatutos limitação do número de votos que devem ser mantidos por um acionista, seja de forma singular ou concertada com outros acionistas, então, de cinco em cinco anos deve ser avaliada em AG a permanência ou modificação desta medida estatutária, sem exigência de quórum aumentado, contados todos os votos sem a existência daquela restrição.

Sempre que ocorrer a transferência de controlo ou de composição do órgão de administração não devem ser aplicadas regras que estabeleçam o pagamento ou admissão de encargos pela sociedade e que seja sujeito a provocar o interesse económico na cedência de ações e a avaliação independente da atuação da administração por parte dos acionistas.

Não devem ser adotadas medidas que determinem pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração e que se afigurem suscetíveis de prejudicar o interesse económico na transmissão das ações e a livre apreciação pelos acionistas do desempenho dos administradores.

Para Espanha, as regras de participação e presença na AG recomendam que devam estar divulgadas constantemente no website das sociedades, todas as regras e procedimentos respeitantes ao direito de participação nas assembleias gerais, exercício

ou delegação do direito de voto. Por outra, devem tais requisitos ser aplicados de forma indiferenciada e estimular os acionistas a frequentarem e exercerem os seus direitos.

Previamente a AG dos acionistas devem ser divulgados de imediato os tópicos adicionais e sugestões que qualquer acionista credenciado apresente quando exercer o seu direito de complementar a ordem de trabalho, bem como os novos procedimentos para votação à distância com tais adições, colocar à votação e publicar os votos nestes pontos.

Deve existir primeiramente uma política de longo prazo respeitante ao pagamento pela participação na AG, caso a sociedade decida atuar nestes termos.

Os aspetos mais pertinentes relativamente ao governo societário da sociedade devem ser apresentados em pormenor e verbalmente pelo presidente do conselho de administração aquando da AG, aos acionistas, complementando assim a informação constante no relatório anual, em especial, as mudanças em curso desde a última assembleia e os motivos para o incumprimento de determinada recomendação do código de bom governo e medidas aplicadas para a sua substituição.

No que se refere a adesão e composição do conselho de administração ambos os códigos recomendam a existência de mecanismos e parâmetros adequados que promovam a diversidade, particularmente de género, na composição do CA. O código de Espanha remete à comissão de nomeação a confirmação do cumprimento das medidas definidas.

O código de Portugal recomenda que as sociedades tenham um número de administradores não executivos superior ao de administradores executivos e que no mínimo um terço dos administradores não executivos cumpram os requisitos de independência.

Já o código de Espanha recomenda que quando existir uma comissão executiva, esta tenha de ter pelo menos 2 membros não executivos, e um destes deve ser independente. O código recomenda ainda que um CA de tamanho ótimo tenha entre cinco e quinze membros de modo a potencializar o seu funcionamento e participação. De igual modo, fixou 40% como a percentagem mínima para a existência de administradoras que devem compor o CA antes de 2022 e posteriormente, mas antes disso não pode ser menos de 30%.

O código de Espanha definiu ainda que metade dos administradores deve ser, no mínimo, independente. Todavia, quando existirem acionistas que controlem 30% das

ações, o número de administradores independentes deve ser no mínimo um terço do total dos administradores.

O código de Espanha menciona ainda que devem ser divulgados no website da sociedade os dados atualizados dos administradores respeitantes às informações académicas, profissionais, ações detidas, entre outros. O relatório anual deve explicar o motivo para a nomeação dos administradores dominicais<sup>10</sup> a pedido de acionistas com menos de 3% do capital e explicar a rejeição do pedido para o cargo na administração aos acionistas com participações acionistas iguais ou superiores comparativamente a outros acionistas que tenham sido aprovados para administradores dominicais.

Os administradores dominicais devem abdicar quando os acionistas que representam alienarem totalmente a sua participação. O CA não deve propor a destituição de administradores independentes antes do término do seu mandato, a menos que haja justa causa, explicando-a, ou se houver mudança na estrutura de capital.

O código de Espanha refere ainda que caso o administrador renuncie devido a aprovação de decisões que manifestou impugnação, deverá expor na carta e o mesmo se aplica ao secretariado do conselho. Os administradores que renunciarem antes do fim do mandato, por renúncia ou deliberação da AG devem argumentar as suas razões, e caso sejam administradores não executivos devem endereçar uma carta à AG para todos os membros do conselho e fazer constar do relatório anual, publicando também um comunicado, caso seja relevante aos investidores.

O código de Espanha recomenda que os administradores se reúnam com a frequência necessária, pelo menos oito vezes por ano, e aqui mais uma vez encontramos especificação numérica. A ausência destes, deve ser o mínimo possível, e relatada no relatório anual, e devem delegar poderes quando estiverem ausentes. Qualquer preocupação manifestada pela administração ou secretariado deste, se não for resolvida em reunião, deverá constar das atas se estes assim o solicitarem.

Os administradores devem dispor de todos os meios necessários para executarem

---

<sup>10</sup> Administrador dominical - É o administrador acionista ou seu representante, que faz parte do CA por deter participação acima de 5% do capital da sociedade.

Tradução livre da autora: “Es el que forma parte del Consejo de Administración por su condición de accionista de la sociedad, o bien por detentar una participación superior al 5% del capital. Pueden formar parte del consejo de forma directa o a través de un representante.” (CNMV, 2022)



as suas responsabilidades, solicitando apoio externo, às expensas da sociedade, se necessário for. Devem participar de programas de atualização dos seus conhecimentos, sempre que as circunstâncias assim o exigirem. Os administradores devem ser informados constantemente relativamente às alterações nas participações de ações. Também deve estar bem definido nas reuniões em que assuntos os administradores devem tomar uma decisão.

No que se refere a transparência da informação e votação informada o código de Espanha recomenda o dever de divulgar na página web da sociedade os relatórios do auditor independente, do funcionamento da comissão de auditoria e da comissão de nomeação e remuneração, bem como da comissão de auditoria relativamente às transações com partes relacionadas, sempre que forem elaborados.

As assembleias gerais devem ser emitidas em direto na página web e dispor de meios que garantam a delegação do exercício do voto por meio eletrónico e a assiduidade e participação ativa na AG, sobretudo para sociedades altamente capitalizadas de forma proporcional.

Todavia o código de Portugal recomenda que as sociedades estabelecem mecanismos que garantam a divulgação de informação de forma atempada aos acionistas e partes interessadas, pelo que caberá ao órgão de fiscalização, supervisionar a preparação e publicação de informação financeira que o órgão de administração apresentar, devendo, para além de estar em conformidade com as políticas e práticas contabilísticas, estar convenientemente registada e comunicada.

Em suma, ambos os códigos consideram recomendações acerca das regras e participação na AG, estrutura e condições de adesão a membro do CA, transparência e divulgação de informação.

No que respeita às remunerações, o código de Portugal afirma que a comissão de remuneração deve ser independente da administração, sendo responsável por fixar as remunerações ou propô-las à AG. A comissão de remunerações deve validar o valor máximo de todas as compensações a pagar aos membros integrantes dos órgãos ou comissões da sociedade pelo fim de funções e tais circunstâncias e montantes devem constar do relatório de governo ou de remunerações.

A comissão de remuneração deve poder escolher espontaneamente a contratação dos serviços de consultoria que necessite e estes serviços devem ser prestados com independência, inclusive a outras sociedades que tenham relação de domínio ou de grupo.

O presidente ou qualquer outro membro da comissão de remuneração deve estar presente na AG ou em qualquer reunião que aborde a remuneração dos integrantes dos órgãos ou comissões se os acionistas solicitarem. Parte da remuneração dos administradores executivos deve ser variável, sendo uma parte significativa desta parcialmente diferida no tempo acima de 3 anos. No entanto, se esta parte variável abarcar opções ou outros instrumentos dependentes do valor das ações, prazo para o começo do período de exercício deve ser diferido a partir de 3 anos. A remuneração dos administradores não executivos não deve conter nenhum elemento dependente do desempenho ou valor da sociedade.

Comparativamente o código de Espanha também afirma que a comissão de remuneração deve ser independente. E para além das funções estabelecidas na lei deve propor à administração as condições dos contratos dos gestores de topo, supervisionar a conformidade da política de remunerações, regularmente rever a política de remuneração dos diretores e funcionários de topo, garantir que o conflito de interesse não prejudique a independência de qualquer compromisso de assessoria externa, analisar os dados acerca da remuneração dos administradores e dirigentes presentes nos documentos da sociedade. A comissão de remuneração deve consultar o presidente do CA e o presidente executivo em assuntos concernentes aos diretores executivos e gestores de topo.

No tocante às nomeações dos dirigentes o código de Portugal é, a nosso ver, mais orientador e exigente na sua pretensão. A responsabilidade no acompanhamento e apoio às designações cabe a comissão de nomeação.

Para a comissão de nomeação, a maioria dos seus integrantes deve ser membros não executivos independentes. Esta comissão deve criar os termos de referência e incutir processos de seleção transparentes, sem negligenciar o mérito e a diversidade de género. As sugestões para os candidatos aos membros dos órgãos sociais devem estar fundamentadas quanto ao perfil, conhecimentos e currículo para o cargo a desempenhar.

O Código de Espanha permite a criação de uma comissão de nomeação, ou comissão de nomeação e remuneração, sendo que para as empresas de grande

capitalização, deve haver separação entre a comissão de remuneração e a comissão de nomeação. A maioria dos seus constituintes também deve ser independente, à semelhança do que é solicitado em Portugal, bem como possuir os conhecimentos, competências e experiências adequadas para a função a desempenhar. Deve consultar o presidente do CA e o presidente executivo em assuntos concernentes aos diretores executivos. Sempre que houver vaga, qualquer diretor pode propor à comissão de nomeação candidatos que considerem adequados.

Com relação aos conflitos de interesses o código de Portugal obriga a que a sociedade estabeleça mecanismos para que o órgão de administração, fiscalização e as comissões internas manifestem qualquer situação que possa criar conflito entre os seus interesses e os da sociedade.

Já o código de Espanha determina aos administradores que mostrem resistência sempre que uma proposta submetida ao conselho possa lesar o interesse da sociedade e obriga os administradores independentes e outros não sujeitos aos potenciais conflitos de interesses a impugnam qualquer decisão que prejudique os acionistas sem representação no conselho. Deve haver regras que obriguem os administradores a divulgar qualquer situação que possa lesar o nome ou a reputação da sociedade, relacionada ou não com a sua atuação, e informação de qualquer acusação criminal ou julgamento. O CA deve analisar com base no relatório de nomeação e remuneração as medidas a seguir, sejam elas destituição, demissão, ou abertura de inquérito, devendo constar do relatório anual, e se não for possível em ata e divulgar as medidas adotadas.

No que tange às matérias atinentes aos riscos o código de Portugal aborda o mesmo no capítulo de controlo interno e o código de Espanha no capítulo da função de controlo e gestão de risco. No entanto, ambos os códigos recomendam a criação de uma função de gestão de risco, sendo que as responsabilidades são bastantes equiparáveis.

O código de Portugal vai além ao abarcar no sistema de controlo interno, as funções de gestão de riscos, *compliance* e auditoria. Remete ao órgão de administração a aprovação do plano estratégico e da política de risco da sociedade. De igual modo, remete ao órgão de fiscalização a implementação dos instrumentos e procedimentos de controlo regulares, de modo a verificar a conformidade com os propósitos traçados pela administração. Ou seja, deve avaliar, pronunciar-se acerca dos trabalhos e dos meios

disponíveis ao sistema de controlo interno, bem como, deve ser o destinatário dos seus relatórios. O sistema de controlo interno deve ser ajustado e avaliado regularmente, incluindo avaliação anual do grau de conformidade e desempenho do sistema.

No que diz respeito a auditoria, como em Portugal existe um normativo próprio para a auditoria, o Regime Jurídico da Supervisão de Auditoria, aprovado pela Lei n.º 148/2015, de 9 de setembro, os aspetos mais específicos concernentes a esta função e suas responsabilidades deixaram de constar nas recomendações, ao contrário do código do código de Espanha que ainda vem apresentar regras relativas ao funcionamento, desempenho e funções da comissão de auditoria para a auditoria interna e externa. O código de Portugal aborda somente as responsabilidades do órgão de fiscalização relativamente a auditor externa. Este deve garantir a independência, ser o principal interlocutor, o principal destinatário dos seus relatórios, propor os termos da contratação, avaliar anualmente e propor a dispensa.

No que se refere a avaliação de desempenho, ambos os códigos tratam este tópico e recomendam a avaliação anual do órgão de administração e das comissões. O código de Espanha acresce que o CA deve, a cada 3 anos, contratar um consultor externo para apoiar no processo de avaliação e todos os trabalhos com a sociedade devem estar descritos no relatório anual de governo das sociedades, assim como o processo seguido e as áreas analisadas.

Por fim, sintetizamos a comparação respeitante às outras comissões de especialização. O código de Espanha recomenda que as regras referentes ao desempenho e adesão aos comitês de fiscalização e controlo devem estar definidas no regulamento do CA e em concordância com as que regulam os comitês do conselho legalmente obrigatórios, conforme especificado nos conjuntos de recomendações.

E seja qual for a comissão responsável pela supervisão do cumprimento das políticas e regras da sociedade nas matérias ambientais, sociais e de governação corporativa e código de conduta, deve ser composto somente por diretores não executivos, sendo a maioria independente. O código de Portugal também permite a criação de comissões qualificadas relativamente aos assuntos de governo societário, nomeações e avaliação de desempenho, em conjunto ou separado.

## 3 - Metodologia e Investigação

### 3.1 Pressupostos do Problema de Pesquisa

Conforme exposto previamente na introdução, o presente trabalho tem como objetivo a análise comparativa do grau de cumprimento das recomendações de governo societário pelas sociedades emitentes de valores cotados em mercado, tanto em Portugal como em Espanha, na *Euronext* Lisboa e na Bolsa de Madrid, bem como a análise da relação existente entre as características destas sociedades e a divulgação da informação.

De modo a atender a primeira parte do objetivo seguimos o percurso indicado em cada um dos pontos inseridos abaixo.

### 3.2 Método de Pesquisa

Primeiramente efetuamos uma busca no sítio da internet da CMVM e CNMV para obtermos a lista de sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado em abril de 2022, e como resultado encontramos cinquenta e cinco sociedades cotadas na bolsa de Lisboa e cento e cinquenta na bolsa de Madrid.

Posteriormente, decidimos confrontar os sectores industriais presentes em ambos os países para efeitos de comparabilidade e mantivemos somente os sectores semelhantes em ambas as realidades.

Tabela 2- Lista de Sociedades cotadas por setor

Indústria	Indústria - Portugal - N.º de sociedades cotadas		Indústria - Espanha - N.º de sociedades cotadas	
	Previsto	Executado	Previsto	Executado
Materiais Básicos	5	5	14	7
Bens de luxo	8	4	11	7
Bens de 1.ª necessidade	3	2	10	7
Indústria Transformadora	8	5	32	20
Tecnologia	3	1	5	4
Telecomunicações	4	4	4	3
Energia, Gás e Petróleo	5	4	18	6
Total	36	25	94	54

Fonte: Elaborado pela autora

Após o filtro realizado em termos de setores, obtivemos 36 sociedades cotadas

em Portugal e 94 em Espanha, totalizando 130 sociedades para analisar. Todavia, também optamos por eliminar da nossa análise, as sociedades do ramo financeiro, seguro e desporto, por considerarmos que estas sociedades estão sujeitas às normas complexas, tanto de supervisão como de normalização contabilística assim como a volatilidade patente no mercado do ramo do desporto (Santos, 2018; Sousa, 2020).

Pelas razões acima citadas também retiramos o setor da saúde e imobiliário. Estes setores atrapalhariam a credibilidade comparativa e poderiam levar-nos a um julgamento errôneo ao negligenciarmos as características próprias destes mercados, pois envolvem também conhecimentos de muitos aspetos jurídicos.

Concomitantemente, removemos as sociedades que não dispunham de informação para análise ou que apresentavam informação não equiparável, tais como as sociedades que usaram o código de governo das sociedades da CMVM de 2013, em que a última aplicação ocorreu para o exercício económico de 2017, como é exemplo a Reditus e a Toyota Caetano em Portugal, a Coca-Cola Europacific Partners PLC em Espanha que informou ter adotado voluntariamente o código de governo do Reino Unido. Obtivemos 79 sociedades no total, 25 para Portugal e 54 para Espanha.

Tabela 3- Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor de materiais básicos

Setor		Sociedades cotadas - Portugal		Sociedades cotadas - Espanha
Materiais Básicos	1	Altri, SGPS	1	Acerinox
	2	Inapa	2	Ence Energia y Celulosa
	3	Ramada	3	General de Alquiler de Maquinaria
	4	Semapa	4	Iberpapel Gestion
			5	Lingotes Especiales
	5	The Navigator Company	6	Miquel y Costas & Miquel
			7	Urbar Ingenieros

Fonte: Elaborado pela autora

Para o setor de materiais básicos obtivemos 5 sociedades cotadas em Portugal e 7 em Espanha.

Tabela 4 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor de Bens de Luxo

Setor		Sociedades cotadas - Portugal		Sociedades cotadas - Espanha
Bens de luxo	6	COFINA,SGPS	8	Codere
	7	IBERSOL,SGPS	9	Gestamp Automocion
			10	Mediaset España Comunicacion
	8	IMPRESA,SGPS	11	NH Hotel Group
			12	Squirrel Media
	9	VAA VISTA ALEGRE	13	TR Hotel Jardin DEL Mar
14			Vocento	

Fonte: Elaborado pela autora

Para o setor de bens de luxo obtivemos 4 sociedades cotadas em Portugal e 7 em Espanha.

Tabela 5 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor bens de 1.<sup>a</sup> necessidade

Setor		Sociedades cotadas - Portugal		Sociedades cotadas - Espanha
Bens de 1. <sup>a</sup> necessidade	10	J.MARTINS,SGPS	15	Bodegas Riojanas
			16	Deoleo
			17	Ebro Foods
			18	Ecolumber
	11	SONAE	19	Naturhouse Health
			20	Pescanova
			21	Viscofan

Fonte: Elaborado pela autora

Para o setor de bens de 1.<sup>a</sup> necessidade alcançámos 2 sociedades cotadas em Portugal e 7 em Espanha.

Tabela 6 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor da indústria transformadora

Setor		Sociedades cotadas - Portugal		Sociedades cotadas - Espanha
Indústria Transformadora	12	Corticeira Amorim	22	Abengoa
			23	Aena
			24	Airtificial Intelligence Structures
			25	Applus Services
			26	Cash
			27	Cementos Molins
	13	CTT Correios	28	Cie Automotive
			29	Desa
			30	Duro Felguera
			31	Ferrovial
			32	Fluidra
			33	Grupo Empresarial San Jose
	14	Martifer	34	Minerales y Productos Derivados
			35	Obrascon Huarte Lain
			36	Sacyr
			37	Siemens Gamesa Renewable Energy
	15	Mota Engil	38	Talgo
39			Tecnicas Reunidas	
40			Tubacex	
16	Teixeira Duarte	41	Zardoya Otis	

Fonte: Elaborado pela autora

Para o setor da indústria transformadora alcançámos 5 sociedades cotadas em Portugal e 20 em Espanha.

Tabela 7 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor da tecnologia

Setor		Sociedades cotadas - Portugal		Sociedades cotadas - Espanha
Tecnologia	17	Novabase, SGPS	42	Amadeus It Group
			43	Amper
			44	Global Dominion Access
			45	Innovative Solutions Ecosystem

Fonte: Elaborado pela autora

Para o setor de tecnologia conseguimos 1 sociedade cotada em Portugal e 4 em Espanha.



Tabela 8 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor das telecomunicações

Setor		Sociedades cotadas - Portugal		Sociedades cotadas - Espanha
Telecomunicações	18	Media Capital	46	Cellnex Telecom
	19	NOS, SGPS	47	Grupo Ezentis
	20	Pharol	48	Telefonica
	21	SONAECOM,SGPS		

Fonte: Elaborado pela autora

Para o setor das telecomunicações obtivemos 4 sociedades cotadas em Portugal e 3 em Espanha.

Tabela 9 - Lista de sociedades cotadas em Portugal e Espanha no setor de energia, gás e petróleo

Setor		Sociedades cotadas - Portugal		Sociedades cotadas - Espanha
Energia, Gás e Petróleo	22	Galp Energia	49	Audax Renovables
	23	EDP	50	Enagas
	24	EDP Renováveis	51	Iberdrola
			52	Naturgy Energy Group
	25	REN	53	Red Electrica Corporacion
			54	Repsol

Fonte: Elaborado pela autora

Para o setor da energia, eletricidade, gás e petróleo obtivemos 4 sociedades cotadas em Portugal e 6 em Espanha. Unimos os setores energia, eletricidade, gás e petróleo por conta de Espanha e por serem poucas.

### 3.3 Coleta de Dados

Para a obtenção das informações necessárias optamos por consultar os relatórios e contas, bem como de governo, publicados anualmente pelas sociedades para o exercício económico de 2018, 2019 e 2020, tornando-se assim o nosso período de referência para análise anual na obtenção dos dados concernentes ao grau de cumprimento das recomendações do código de governo societário.

Os relatórios de governo societário das sociedades cotadas na Euronext Lisboa foram obtidos do site da CMVM, do IPCG e das respetivas sociedades. Já os relatórios

das sociedades cotadas na Bolsa de Madrid no site da CNMV.

Adicionalmente, recorreu-se à base de dados EIKON para obter-se as informações que permitiriam analisar a associação existente entre as características destas sociedades e a divulgação da informação presente no relatório de governo das sociedades.

### 3.4 Cálculo do Índice de Cumprimento e Divulgação das Recomendações

O código do IPCG apresentava sessenta recomendações para 2018 e 2019, porém, com a revisão do código passou a constar de 53 recomendações em 2020. Em Espanha o código de bom governo apresentava 64 recomendações em 2018 e 2019, bem como na revisão de 2020.

No que se refere a verificação do cumprimento das recomendações de governo das sociedades, designámos três categorias que correspondem a cumpre, incumpre e não aplicável (N/A), com as notações de 1, 0 e N/A, respetivamente, conforme as respostas das sociedades. As recomendações respondidas como “cumpre parcialmente” foram avaliadas e introduzidas nas categorias de cumpre ou incumpre de acordo ao princípio de *comply or explain* apresentado nos relatórios e pela pertinência da recomendação. A categoria N/A resulta de recomendações que as próprias sociedades consideraram inadequadas à sua realidade, quer pela dimensão, complexidade ou inexistência do solicitado, entre outras.

A criação do índice de cumprimento e divulgação das recomendações corresponde a expressão matemática inserida abaixo, usada igualmente por outros autores (Del Carmen e Poletti-Hughe, 2017; Nalukenge et al., 2018; Shakri et al., 2022).

$$\text{IndCumprDGlob}_{i,t} = \frac{\sum_{k=0}^n \text{RCumprD } i, t}{\sum_{k=1}^n \text{RSDivulg } i, t}$$

IndCumprDGlob  $i, t$  – Corresponde ao índice de cumprimento e divulgação global das recomendações de governo das sociedades de cada sociedade cotada,  $i$ , no período  $t$ .

$\sum_{k=0}^n \text{RCumprDGlob } i, t$  - Representa a soma de recomendações cumpridas e

divulgadas por cada sociedade cotada,  $i$ , no período  $t$

$\sum_{k=1}^n RSDivulg\ i, t$  - Corresponde a soma de recomendações de governo das sociedades suscetíveis de cumprimento e divulgação por cada sociedade cotada,  $i$ , no período  $t$

$i$  - Corresponde a cada sociedade cotada, sendo  $i=1,2,3\dots25$  para amostra de Portugal e  $i= 1,2,3\dots54$  para amostra de Espanha

$t$  - Representa o horizonte temporal em análise, ou seja,  $t=1,2$  e  $3$ , isto é, 2018, 2019 e 2020.

$\sum_{k=0}^n$  - Corresponde ao somatório das recomendações cumpridas e divulgadas por cada sociedade cotada, podendo ser,  $k=0,1,2, 3\dots$ até 60 ou 53 para Portugal e  $K=0,1,2,3\dots64$  para Espanha.

$\sum_{k=1}^n$  - Representa o somatório das recomendações suscetíveis de cumprimento e divulgação por cada sociedade cotada, podendo ser  $k=1,2, 3, \dots$ até 60 ou 53 para Portugal e  $K= 0,1,2,3\dots64$  para Espanha.

### 3.5 Relação entre o Índice de Cumprimento e Divulgação da Informação e as Características das Sociedades

Considerando a segunda parte do objetivo da presente dissertação, isto é, analisar a relação existente entre algumas características das sociedades e a divulgação da informação, isto é, o índice de cumprimento e divulgação das recomendações, optamos por seguir o seguinte percurso:

#### A. Características selecionadas

As características das sociedades cotadas são imensas e estão ligadas a vários fatores, tais como, de governo, económico, financeiro, social, ambiental, entre outros. No entanto, selecionamos as características respeitantes a rentabilidade, liquidez, solvabilidade e de governo. Por conseguinte, as variáveis selecionadas são:

- 1) ROA – Corresponde ao resultado após os impostos do período fiscal dividido pelo ativo total médio, sendo os valores expressos em percentagens. O ativo total médio representa a média dos ativos totais no início e no fim do ano, conforme a descrição apresentada pela base de dados *Datastream* a 1 de junho de 2021.
- 2) ROE – Representa o resultado líquido dividido pelo património líquido total de ações ordinárias, sendo os valores expressos em percentagens, conforme a descrição apresentada pela base de dados *Datastream* a 1 de junho de 2021.
- 3) Liquidez – Corresponde a divisão do ativo corrente pelo passivo corrente, indicado em percentagem, conforme consta na base de dados *Datastream* a 1 de junho de 2021.
- 4) Endividamento – Representa o quociente entre o total da dívida pelo capital próprio, ambos no final do exercício fiscal, sendo os valores expressos em percentagens, conforme a descrição apresentada na base de dados *Datastream* a 1 de junho de 2021.
- 5) Dimensão – A dimensão de cada sociedade corresponde ao ativo total, medida precisamente pelo logaritmo do ativo. (Adelopo, 2011; Khandelwal, 2020).
- 6) Tamanho CA – Corresponde ao número total de membros que compõem o CA em cada exercício económico.

- 7) Independência do CA – Corresponde ao total de membros independentes do CA reportado pela sociedade, expresso em percentagem, conforme a descrição apresentada na base de dados *Datastream* a 1 de junho de 2021.
- 8) Diversidade de género – Representa a percentagem de mulheres no CA.
- 9) Conselho de auditoria – Corresponde ao facto de a sociedade possuir ou não um conselho de auditoria, conforme a descrição apresentada pela base de dados *Datastream* a 1 de junho de 2021. Visto que as respostas surgem como verdadeiro e falso na database, inserimos a notação 1 para verdadeiro, 0 para falso e N/A para as sociedades que não responderam.

### B. Hipóteses a testar

As hipóteses a testar são as indicadas abaixo de modo a respondermos a segunda questão de investigação do presente trabalho.

### Quadro 2- Hipóteses definidas

N.º	Hipóteses a testar
H1	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o ROA e a informação divulgada?
H2	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o ROE e a informação divulgada?
H3	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a liquidez e a informação divulgada?
H4	Ceteris paribus, existe relação negativa entre o endividamento e a informação divulgada?
H5	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a dimensão e a informação divulgada?
H6	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração e a informação divulgada?
H7	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a independência do Conselho de Administração e a informação divulgada?
H8	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a diversidade de género e a informação divulgada?
H9	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o conselho de auditoria e a informação divulgada?
H10	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a mudança de quadro recomendatório e a informação divulgada?
H11	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o país e informação divulgada?

Fonte: Elaborado pela autora

### C. Variável independente

Isto posto, para calcularmos as hipóteses indicadas definimos como variáveis

independentes as características selecionadas, nomeadamente o ROA, o ROE, a liquidez, o endividamento, a dimensão, o tamanho CA, a independência do CA, a diversidade de género, o conselho de auditoria, a mudança de quadro recomendatório (MQR) e o país.

#### D. Variável dependente

A variável dependente é claramente o índice de cumprimento e divulgação das recomendações, previamente calculado.

#### E. Metodologia

Para obtermos os dados das variáveis relacionadas ao ROA, ROE, liquidez, dimensão, conselho de auditoria, independência do CA e endividamento, recorreremos à base de dados *Datastream*.

Para o tamanho do CA e diversidade de género, recorreremos novamente aos relatórios de governo das sociedades para obter os dados de cada empresa, isto é, o total de membros que compõem o CA e o número de mulheres existente no CA.

Acrescentamos duas variáveis “*dummies*”, uma respeitante a mudança de quadro recomendatório (MQR) e aplicamos a notação 0 para o período anterior a 2020 e 1 para o ano de 2020 para explicar os efeitos da mudança de quadro recomendatório ocorrida em 2020 no grau de cumprimento e divulgação das recomendações, visto que estamos a analisar sociedades que operam em mercado regulamentado. A segunda variável “*dummy*” está relacionada ao país, a notação foi de 1 para Portugal e 0 para Espanha, com o intuito de saber se os países das sociedades da amostra influenciam o grau de cumprimento.

Posteriormente, e tendo em conta que optamos por usar um modelo de regressão, recorreremos ao Método dos Mínimos Quadrados Ordinários com o intuito de estimar a relação existente entre o índice de cumprimento e divulgação das recomendações com as variáveis selecionadas no software GRETL.

## F. Modelo de regressão linear múltipla

Com base nas variáveis definidas anteriormente apresentamos abaixo o modelo criado para a estimação da regressão.

$$\begin{aligned} & \mathbf{IndCumprDivGlobi,t} \\ = & \beta_0 + \beta_1 \mathbf{ROAi,t} + \beta_2 \mathbf{ROEi,t} + \beta_3 \mathbf{Liquidit,t} + \beta_4 \mathbf{Endivi,t} + \\ & \beta_5 \mathbf{Dimensi,t} + \beta_6 \mathbf{TamCAi,t} + \beta_7 \mathbf{IndepCAi,t} + \beta_8 \mathbf{DiversGeni,t} + \\ & \beta_9 \mathbf{ConsAudi,t} + \beta_{10} \mathbf{MQRi,t} + \beta_{11} \mathbf{Paísi,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Em que:

$\mathbf{IndCumprDivGlobi,t}$  – Corresponde ao índice de cumprimento e divulgação global das recomendações do código de governo das sociedades de cada sociedade cotada,  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{ROAi,t}$  – Corresponde ao *Return on Assets* da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{ROEi,t}$  – Representa ao *Return on Equity* da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{Liqi,t}$  – Representa a liquidez da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{AEndiv.i,t}$  – Corresponde ao endividamento da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{Dimeni,t}$  – Representa a dimensão da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{TamCAi,t}$  – Corresponde ao tamanho do CA da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{IndepCAi,t}$  – Representa a independência do CA da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{DiversGeni,t}$  – Corresponde à diversidade de género do CA da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{ConsAudi,t}$  – Representa o conselho de auditoria da sociedade cotada  $i$ , no período  $t$

$\mathbf{MQRi,t}$  – Representa a variável “*dummy*” mudança de quadro recomendatório ocorrida em Portugal e Espanha em 2020.

$\mathbf{Paísi,t}$  – Corresponde à variável “*dummy*” país, Portugal ou Espanha, no período  $t$ .

Os coeficientes  $\beta$  correspondem aos parâmetros a estimar, sendo que  $\beta_0$  é a constante, isto é, o valor da variável dependente quando os demais  $\beta$  forem nulos. Os

coeficientes  $\beta_1$  a  $\beta_{11}$  representam a variação esperada na variável dependente (índice de cumprimento e divulgação) quando há uma variação de uma unidade nos valores das variáveis independentes, mantendo tudo o resto constante,  $i$  corresponde a cada sociedade cotada,  $t$  representa os distintos anos da amostra, que vai de 2018 a 2020.  $\epsilon_{i,t}$  corresponde ao termo erro e considera todos os aspetos não observados no modelo apresentado.



## 4 - Apresentação e análise dos Resultados

### 4.1 Análise do Índice de Cumprimento e Divulgação

Com base na fórmula estabelecida calculamos o grau de cumprimento anual das recomendações para as sociedades cotadas de cada país, e que corresponde à soma das recomendações cumpridas divididas pelas recomendações aplicáveis à cada sociedade, conforme se apresentam nas tabelas 10 a 15.

Tabela 10 - Índice de cumprimento e divulgação de Portugal para 2018

Sociedades Cotadas - Portugal 2018	Capítulo I . Parte geral	Capítulo II . Acionistas e assembleia geral	Capítulo III . Administração não executiva e fiscalização	Capítulo IV . Administração executiva	Capítulo V . Avaliação de desempenho , remunerações e nomeações	Capítulo VI . Gestão de risco	Capítulo VII . Informação financeira	Índice global de acolhimento	
Altri, SGPS	11/12	3/5	7/10	3/3	11/12	3/3	6/6	44/51	0,8627
Inapa	11/12	5/6	10/10	3/4	11/13	3/3	6/6	49/54	0,9074
Ramada	11/12	3/5	7/10	3/3	11/12	3/3	6/6	44/51	0,8627
Semapa	11/12	4/5	6/9	4/4	11/16	2/3	6/6	44/55	0,8000
The Navigator Company	11/12	4/5	8/10	4/4	11/16	3/3	6/6	47/56	0,8393
Cofina,SGPS	11/12	3/5	8/9	3/3	11/12	3/3	6/6	45/50	0,9000
Ibersol,SGPS	12/12	3/5	7/9	4/4	9/9	3/3	6/6	44/48	0,9167
Impresa,SGPS	9/12	2/4	8/10	1/4	7/14	0/3	5/6	32/53	0,6038
VAA Vista Alegre	10/12	4/6	8/10	2/4	10/12	3/3	6/6	43/53	0,8113
J.Martins, SGPS	11/12	5/6	8/10	3/4	12/14	3/3	5/5	47/54	0,8704
SONAE	12/12	6/6	10/10	4/4	15/15	3/3	6/6	56/56	1,0000
Corticeira Amorim	10/12	3/6	6/10	3/4	10/14	3/3	6/6	41/55	0,7455
Ctt Correios	12/12	4/5	9/9	4/4	15/15	3/3	6/6	53/54	0,9815
Martifer	11/12	2/5	8/10	3/4	10/13	3/3	6/6	43/53	0,8113
Mota Engil	10/11	5/5	9/10	4/4	14/16	3/3	6/6	51/55	0,9273
Teixeira Duarte	7/11	3/5	2/8	2/4	7/12	1/3	4/6	26/49	0,5306
Novabase,SGPS	11/12	4/5	6/10	4/4	8/13	2/3	4/4	39/51	0,7647
Media Capital	10/11	3/5	10/11	3/4	11/15	3/3	6/6	46/55	0,8364
Nos, SGPS	11/11	4/5	8/10	3/4	7/13	3/3	6/6	42/52	0,8077
Pharol	12/12	6/6	11/11	3/3	13/13	3/3	6/6	54/54	1,0000
Sonaecom,SGPS	12/12	4/5	8/9	3/3	11/12	3/3	6/6	43/50	0,9400
Galp Energia	11/11	4/5	9/10	4/4	12/14	3/3	6/6	49/53	0,9245
EDP	12/12	4/6	7/7	3/3	14/15	3/3	4/4	47/50	0,9400
Edp Renovaveis	12/12	5/5	10/10	3/3	16/16	3/3	6/6	55/55	1,0000
REN	9/12	2/5	9/10	4/4	11/14	3/3	6/6	44/54	0,8148

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 11 - Índice de cumprimento e divulgação de Portugal para 2019

Sociedades Cotadas - Portugal 2019	Capítulo I . Parte geral	Capítulo II . Acionistas e assembleia geral	Capítulo III . Administração não executiva e fiscalização	Capítulo IV . Administração executiva	Capítulo V . Avaliação de desempenho, remunerações e nomeações	Capítulo VI . Gestão de risco	Capítulo VII . Informação financeira	Índice global de acolhimento	
Altri, SGPS	11/12	3/5	7/10	3/3	11/12	3/3	6/6	44/51	0,8627
Inapa	11/12	4/6	10/10	4/4	11/12	3/3	4/4	47/50	0,9400
Ramada	11/12	3/5	7/10	3/3	11/12	3/3	6/6	44/51	0,8627
Semapa	12/12	4/5	9/11	4/4	12/14	3/3	4/4	48/53	0,9057
The Navigator Company	11/12	4/5	9/10	4/4	12/15	3/3	6/6	49/55	0,8909
Cofina,SGP S	11/12	3/5	8/9	3/3	11/12	3/3	6/6	45/50	0,9000
Ibersol,SGP S	12/12	3/5	7/9	4/4	9/9	3/3	6/6	44/48	0,9167
Impresa,SGP S	12/12	3/5	6/10	2/4	9/12	2/3	4/4	38/50	0,7600
VAA Vista Alegre	12/12	3/5	9/10	4/4	15/15	3/3	4/4	50/53	0,9434
J.Martins, SGPS	12/12	5/6	9/10	3/4	12/14	3/3	4/4	48/53	0,9057
SONAE	12/12	5/5	10/10	4/4	15/15	3/3	6/6	55/55	1,0000
Corticeira Amorim	8/12	4/5	6/10	4/4	13/14	3/3	4/4	42/51	0,8235
Ctt Correios	12/12	4/5	8/9	4/4	14/14	3/3	4/4	49/51	0,9608
Martifer	11/12	2/5	8/10	3/4	9/13	3/3	4/4	40/51	0,7843
Mota Engil	10/12	4/5	9/10	4/4	9/16	3/3	4/4	43/54	0,7963
Teixeira Duarte	8/11	3/5	3/8	2/4	8/13	2/3	3/6	29/50	0,5800
Novabase, SGPS	10/11	4/5	6/10	4/4	10/14	3/3	4/4	41/51	0,8039
Media Capital	11/11	3/5	9/10	3/4	9/16	3/3	3/4	41/53	0,7736
Nos, SGPS	11/12	5/5	8/10	4/4	11/15	3/3	4/4	46/53	0,8679
Pharol	11/12	5/6	8/10	3/3	9/12	3/3	6/6	45/52	0,8654
Sonaecom,SGPS	12/12	5/5	7/9	3/3	12/12	3/3	6/6	48/50	0,9600
Galp Energia	12/12	4/5	9/10	4/4	13/13	3/3	4/4	49/51	0,9608
EDP	12/12	4/6	7/7	3/3	13/13	3/3	4/4	46/48	0,9583
EDP Renovaveis	12/12	3/4	11/11	4/4	16/16	3/3	6/6	55/56	0,9821
REN	12/12	5/5	9/10	4/4	14/15	3/3	3/4	50/53	0,9434

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 12 - Índice de cumprimento e divulgação de Portugal para 2020

Sociedades Cotadas - Portugal 2020	Capítulo I . Parte geral	Capítulo II . Acionistas e assembleia geral	Capítulo III . Administração não executiva e fiscalizaçã	Capítulo IV . Administração executiva	Capítulo V . Avaliação de desempenho,	Capítulo VI . Controlo interno	Capítulo VII . Informação financeira	Índice global de acolhimento	
Altri, SGPS	11/11	3/5	5/6	3/3	10/10	7/7	4/4	43/46	0,9348
Inapa	10/11	6/6	6/6	3/3	9/11	7/7	4/4	45/48	0,9375
Ramada	11/11	3/5	3/6	2/2	9/10	7/7	3/4	39/45	0,8667
Semapa	10/10	5/5	4/6	3/3	10/14	7/7	4/4	43/49	0,8776
The Navigator	11/11	6/6	5/6	3/3	11/14	7/7	4/4	47/51	0,9216
Cofina,SGP S	11/11	3/5	4/6	3/3	9/10	7/7	4/4	41/46	0,8913
Ibersol,SGP S	11/11	3/5	2/5	3/3	6/6	7/7	4/4	36/41	0,8780
Impresa,SGP S	11/11	3/5	3/6	3/3	7/10	4/7	4/4	35/46	0,7609
VAA Vista Alegre	11/11	3/5	5/6	3/3	13/13	6/7	4/4	45/49	0,9184
J.Martins, SGPS	10/10	5/5	4/6	2/3	9/11	7/7	4/4	41/46	0,8913
SONAE	10/10	5/5	6/6	3/3	14/14	7/7	4/4	49/49	1,0000
Corticeira Amorim	8/11	4/5	3/6	3/3	10/13	6/7	4/4	38/49	0,7755
Ctt Correios	10/10	5/5	5/5	3/3	12/12	7/7	4/4	46/46	1,0000
Martifer	11/11	1/4	4/5	2/3	8/11	7/7	4/4	37/45	0,8222
Mota Engil	10/11	3/5	4/6	3/3	11/13	7/7	4/4	42/49	0,8571
Teixeira Duarte	7/11	4/5	1/5	1/2	8/10	2/7	2/4	25/44	0,5682
Novabase, SGPS	9/10	5/5	1/6	3/3	9/13	7/7	4/4	38/48	0,7917
Media Capital	9/11	5/5	4/6	2/3	8/10	7/7	4/4	39/46	0,8478
Nos, SGPS	10/11	5/5	4/6	3/3	10/12	7/7	4/4	43/48	0,8958
Pharol	11/11	6/6	4/6	3/3	9/10	7/7	4/4	44/47	0,9362
Sonaecom,SGP S	10/10	5/5	3/4	3/3	12/12	7/7	4/4	44/46	0,9565
Galp	10/10	5/5	6/6	3/3	10/11	7/7	4/4	45/46	0,9783
EDP	11/11	5/6	3/3	2/2	11/11	7/7	4/4	43/44	0,9773
EDP Renovaveis	11/11	3/3	6/6	3/3	14/14	7/7	4/4	48/48	1,0000
REN	11/11	5/5	5/6	3/3	11/11	7/7	3/4	45/47	0,9574

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 13 - Índice de cumprimento e divulgação de Espanha para 2018

Sociedades Cotadas - Espanha 2018	III.1 Disposições gerais	III.2 Assembleia geral de acionistas	III.3 Conselho administração	Índice global de acolhimento	
Acerinox	3/4	5/5	49/51	57/60	0,9500
Ence Energia y Celulosa	4/4	3/4	47/48	54/56	0,9643
General de Alquiler de Maquinaria	4/4	2/4	42/48	48/56	0,8571
Iberpapel Gestion	4/4	4/5	43/43	51/52	0,9808
Lingotes Especiales	4/4	2/5	34/45	40/54	0,7407
Miquel y Costas & Miquel	4/4	3/4	46/50	53/58	0,9138
Urbar Ingenieros	4/4	3/5	34/44	41/53	0,7736
Codere	3/5	3/4	32/40	38/49	0,7755
Gestamp Automocion	3/4	3/4	45/47	51/55	0,9273
Mediaset España Comunicacion	4/4	4/4	42/45	50/53	0,9434
NH Hotel Group	5/5	5/5	45/48	55/58	0,9483
Squirrel Media	3/4	4/5	35/43	42/52	0,8077
TR Hotel Jardin DEL Mar	3/4	4/5	31/49	38/58	0,6552
Vocento	4/4	4/4	45/46	53/54	0,9815
Bodegas Riojanas	3/4	2/4	35/43	40/51	0,7843
Deoleo	2/4	3/5	36/49	41/58	0,7069
Ebro Foods	4/4	3/5	39/43	46/52	0,8846
Ecolumber	3/4	3/5	31/44	37/53	0,6981
Naturhouse Health	4/4	4/5	43/45	51/54	0,9444
Pescanova	2/4	2/5	32/40	36/49	0,7347
Viscofan	4/4	4(5	45/47	53/56	0,9464
Audax Renovables	4/4	3/4	37/41	44/49	0,8980
Enagas	3/4	5/5	48/49	56/58	0,9655
Iberdrola	4/5	6/6	49/49	59/60	0,9833
Naturgy Energy Group	4/4	4/4	41/49	49/57	0,8596
Red Electrica Corporacion	4/4	4/4	45/46	53/54	0,9815
Repsol	3/4	4/4	48/48	55/56	0,9821

Fonte: Elaborado pela autora

Sociedades Cotadas - Espanha 2018	III.1 Disposições gerais	III.2 Assembleia geral de acionistas	III.3 Conselho administração	Índice global de acolhimento	
Abengoa	3/4	3/4	46/48	52/56	0,9286
Aena	4/4	5/5	39/51	48/60	0,8000
Airtificial Intelligence Structures	3/4	4/4	30/45	37/53	0,6981
Applus Services	4/4	3/4	44/48	51/56	0,9107
Cash	5/5	3/4	41/43	49/52	0,9423
Cementos Molins	3/4	4/4	40/44	47/52	0,9038
Cie Automotive	3/4	3/4	33/45	39/53	0,7358
Desa	4/4	2/4	34/41	40/49	0,8163
Duro Felguera	4/4	5/6	39/42	48/52	0,9231
Ferrovial	4/4	4/4	46/51	54/59	0,9153
Fluidra	4/4	4/5	48/51	56/60	0,9333
Grupo Empresarial San Jose	5/5	2/4	41/50	48/59	0,8136
Minerales y Productos Derivados	2/4	2/4	22/35	26/43	0,6047
Obrascon Huarte Lain	4/4	4/4	42/47	50/55	0,9091
Sacyr	4/4	5/5	44/49	53/58	0,9138
Siemens Gamesa Renewable Energy	5/5	5/5	48/49	58/59	0,9831
Talgo	4/4	3/4	46/47	53/55	0,9636
Tecnicas Reunidas	2/4	3/4	38/48	43/56	0,7679
Tubacex	4/4	2/4	38/44	44/52	0,8462
Zardoya Otis	3/4	4/5	33/45	40/54	0,7407
Amadeus It Group	4/4	4/5	44/48	52/57	0,9123
Amper	3/4	4/4	48/51	55/59	0,9322
Global Dominion Access	2/4	2/4	28/42	32/50	0,6400
Innovative Solutions Ecosystem	4/4	4/5	44/51	52/60	0,8667
Cellnex Telecom	4/4	4/4	42/47	50/55	0,9091
Grupo Ezentis	4/4	4/4	51/51	59/59	1,0000
Telefonica	3/4	3/4	46/52	52/60	0,8667

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 14 - Índice de cumprimento e divulgação de Espanha para 2019

Sociedades Cotadas - Espanha 2019	III.1 Disposição	III.2 Assembleia geral de acionistas	III.3 Conselho de	Índice global de acolhimento	
Acerinox	3/4	5/5	47/50	55/59	0,9322
Ence Energia y Celulosa	4/4	3/4	46/50	53/58	0,9138
General de Alquiler de Maquinaria	4/4	3/4	43/48	50/56	0,8929
Iberpapel Gestion	4/4	4/5	43/43	51/52	0,9808
Lingotes Especiales	4/4	3/5	39/46	46/55	0,8364
Miquel y Costas & Miquel	4/4	2/4	47/48	53/56	0,9464
Urbar Ingenieros	3/4	4/5	27/38	34/47	0,7234
Codere	4/4	4/5	37/41	45/50	0,9000
Gestamp Automocion	4/4	3/4	46/47	53/55	0,9636
Mediaset España Comunicacion	4/4	4/4	43/45	51/53	0,9623
NH Hotel Group	4/4	4/4	46/49	54/57	0,9474
Squirrel Media	4/4	4/5	33/42	41/51	0,8039
TR Hotel Jardin DEL Mar	3/4	4/5	30/49	37/58	0,6379
Vocento	4/4	4/4	41/46	49/54	0,9074
Bodegas Riojanas	3/4	2/4	36/48	41/56	0,7321
Deoleo	2/4	4/5	39/49	45/58	0,7759
Ebro Foods	4/4	4/5	39/43	47/52	0,9038
Ecolumber	3/4	4/5	32/44	39/53	0,7358
Naturhouse Health	4/4	4/5	43/45	51/54	0,9444
Pescanova	2/4	3/5	30/40	35/49	0,7143
Viscofan	4/4	4/5	46/48	54/57	0,9474
Audax Renovables	4/4	3/4	36/40	43/48	0,8958
Enagas	3/4	5/5	47/49	55/58	0,9483
Iberdrola	4/5	6/6	49/49	59/60	0,9833
Naturgy Energy Group	4/4	4/4	42/49	50/57	0,8772
Red Electrica Corporacion	4/4	4/4	45/46	53/54	0,9815
Repsol	4/4	4/4	47/48	55/56	0,9821

Fonte: Elaborado pela autora

Sociedades Cotadas - Espanha 2019	III.1 Disposições gerais	III.2 Assembleia geral de acionistas	III.3 Conselho administração	Índice global de acolhimento	
Abengoa	3/4	3/4	45/49	51/57	0,8947
Aena	4/4	5/5	46/51	55/60	0,9167
Artificial Intelligence Structures	3/4	4/4	29/44	36/52	0,6923
Applus Services	4/4	3/4	44/46	51/54	0,9444
Cash	4/4	3/4	40/42	47/50	0,9400
Cementos Molins	3/4	5/5	40/44	48/53	0,9057
Cie Automotive	3/4	3/4	29/45	35/53	0,6604
Desa	4/4	2/4	33/41	39/49	0,7959
Duro Felguera	4/4	5/6	41/48	50/58	0,8621
Ferrovial	3/4	4/4	48/52	55/60	0,9167
Fluidra	4/4	4/5	47/50	55/59	0,9322
Grupo Empresarial San Jose	5/5	2/4	40/50	47/59	0,7966
Minerales y Productos Derivados	2/4	2/4	22/35	26/43	0,6047
Obrascon Huarte Lain	4/4	4/4	41/45	49/53	0,9245
Sacyr	4/4	3/4	45/49	52/57	0,9123
Siemens Gamesa Renewable Energy	5/5	5/5	47/49	57/59	0,9661
Talgo	4/4	2/4	44/47	50/55	0,9091
Tecnicas Reunidas	3/4	3/4	38/48	44/56	0,7857
Tubacex	3/4	3/4	43/44	49/52	0,9423
Zardoya Otis	3/4	4/5	35/46	42/55	0,7636
Amadeus It Group	4/4	5/5	44/48	53/57	0,9298
Amper	3/4	3/4	48/51	54/59	0,9153
Global Dominion Access	2/4	2/4	32/43	36/51	0,7059
Innovative Solutions Ecosystem	4/4	4/5	41/49	49/58	0,8448
Cellnex Telecom	4/4	4/4	42/47	50/55	0,9091
Grupo Ezentis	4/4	4/4	51/51	59/59	1,0000
Telefonica	3/4	4/4	45/52	52/50	0,8667

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 15 - Índice de cumprimento e divulgação de Espanha para 2020

Sociedades Cotadas - Espanha 2020	III.1 Disposições gerais	III.2 Assembleia geral de acionistas	III.3 Conselho de administração	Índice global de acolhimento	
Acerinox	4/4	4/4	50/51	58/59	0,9831
Ence Energia y Celulosa	4/4	4/4	48/49	56/57	0,9825
General de Alquiler de Maquinaria	3/4	3/4	46/48	52/56	0,9286
Iberpapel Gestion	4/4	4/5	42/44	50/53	0,9434
Lingotes Especiales	4/4	4/5	40/46	48/55	0,8727
Miquel y Costas & Miquel	4/4	3/4	44/48	51/56	0,9107
Urbar Ingenieros	3/4	4/5	27/38	34/47	0,7234
Codere	3/4	5/5	34/41	42/50	0,8400
Gestamp Automocion	5/5	4/4	45/47	54/56	0,9643
Mediaset España Comunicacion	5/5	4/4	44/48	53/57	0,9298
NH Hotel Group	5/5	4/4	44/47	53/56	0,9464
Squirrel Media	4/4	4/5	36/43	44/52	0,8462
TR Hotel Jardin DEL Mar	3/4	4/5	35/49	42/58	0,7241
Vocento	4/4	4/4	42/45	50/53	0,9434
Bodegas Riojanas	4/4	4/4	37/48	45/56	0,8036
Deoleo	2/5	5/5	35/46	42/56	0,7500
Ebro Foods	4/4	5/5	37/42	46/51	0,9020
Ecolumber	4/4	3/5	33/44	40/53	0,7547
Naturhouse Health	4/5	4/5	37/41	45/51	0,8824
Pescanova	2/4	3/5	30/40	35/49	0,7143
Viscofan	4/4	5/5	47/49	56/58	0,9655
Audax Renovables	5/5	3/4	36/40	44/49	0,8980
Enagas	3/4	5/5	47/49	55/58	0,9483
Iberdrola	3/5	6/6	50/50	59/61	0,9672
Naturgy Energy Group	4/4	4/4	43/50	51/58	0,8793
Red Electrica Corporacion	4/4	4/4	47/48	55/57	0,9649
Repsol	4/4	4/4	48/49	56/57	0,9825

Fonte: Elaborado pela autora



Sociedades Cotadas - Espanha 2020	III.1 Disposições gerais	III.2 Assembleia geral de acionistas	III.3 Conselho de administração	Índice global de acolhimento	
Abengoa	4/4	4/5	45/48	53/57	0,9298
Aena	5/5	5/5	42/52	52/62	0,8387
Airtificial Intelligence Structures	3/4	4/4	32/41	39/49	0,7959
Applus Services	4/4	4/4	43/46	51/54	0,9444
Cash	5/5	4/4	42/43	51/52	0,9808
Cementos Molins	3/4	5/5	40/44	48/53	0,9057
Cie Automotive	1/4	4/4	35/46	40/54	0,7407
Desa	3/4	2/4	30/40	35/48	0,7292
Duro Felguera	4/4	5/6	41/48	50/58	0,8621
Ferrovial	3/4	4/4	45/51	52/59	0,8814
Fluidra	4/4	5/5	47/50	56/59	0,9492
Grupo Empresarial San Jose	3/4	0/4	41/49	44/57	0,7719
Minerales y Productos Derivados	3/4	2/4	26/35	31/43	0,7209
Obrascon Huarte Lain	3/4	3/4	40/46	46/54	0,8519
Sacyr	4/4	3/4	47/49	54/57	0,9474
Siemens Gamesa Renewable Energy	5/5	5/5	46/49	56/59	0,9492
Talgo	4/4	3/4	44/47	51/55	0,9273
Tecnicas Reunidas	2/4	4/4	41/47	47/55	0,8545
Tubacex	3/4	4/5	42/47	49/56	0,8750
Zardoya Otis	3/4	4/5	36/47	43/56	0,7679
Amadeus It Group	4/4	5/5	41/48	50/57	0,8772
Amper	3/4	4/4	45/49	52/57	0,9123
Global Dominion Access	2/4	4/4	39/44	45/52	0,8654
Innovative Solutions Ecosystem	4/4	4/5	41/49	49/58	0,8448
Cellnex Telecom	4/4	4/4	47/50	55/58	0,9483
Grupo Ezentis	4/4	4/4	51/51	59/59	1,0000
Telefonica	3/4	4/4	42/49	49/57	0,8596

Fonte: Elaborado pela autora

A comparação anual do grau de cumprimento das recomendações de governo societário para cada país, Portugal e Espanha, no período em referência consta das tabelas inseridas abaixo.

Tabela 16 - Comparação anual dos índices de cumprimento e divulgação de Portugal

Sociedades Cotadas - Portugal	Índice global de acolhimento - 2018	Índice global de acolhimento - 2019	Índice global de acolhimento - 2020	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Percentis		
								25%	Mediana	75%
SONAE	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
EDP Renovaveis	1,0000	0,9821	1,0000	0,9940	0,0084	1,0000	0,9821	0,9821	1,0000	1,0000
Ctt Correios	0,9815	0,9608	1,0000	0,9808	0,0160	1,0000	0,9608	0,9608	0,9815	0,9907
EDP	0,9400	0,9583	0,9773	0,9585	0,0152	0,9773	0,9400	0,9400	0,9583	0,9678
Galp Energia	0,9245	0,9608	0,9783	0,9545	0,0224	0,9783	0,9245	0,9245	0,9608	0,9695
Sonaecom, SGPS	0,9400	0,9600	0,9565	0,9522	0,0087	0,9600	0,9400	0,9400	0,9565	0,9583
Pharol	1,0000	0,8654	0,9362	0,9339	0,0550	1,0000	0,8654	0,8654	0,9362	0,9681
Inapa	0,9074	0,9400	0,9375	0,9283	0,0148	0,9400	0,9074	0,9074	0,9375	0,9388
REN	0,8148	0,9434	0,9574	0,9052	0,0642	0,9574	0,8148	0,8148	0,9434	0,9504
Ibersol,SGP S	0,9167	0,9167	0,8780	0,9038	0,0182	0,9167	0,8780	0,8780	0,9167	0,9167
Cofina,SGP S	0,9000	0,9000	0,8913	0,8971	0,0041	0,9000	0,8913	0,8913	0,9000	0,9000
VAA Vista Alegre	0,8113	0,9434	0,9184	0,8910	0,0573	0,9434	0,8113	0,8113	0,9184	0,9309
J.Martins, SGPS	0,8704	0,9057	0,8913	0,8891	0,0145	0,9057	0,8704	0,8704	0,8913	0,8985
Altri, SGPS	0,8627	0,8627	0,9348	0,8868	0,0340	0,9348	0,8627	0,8627	0,8627	0,9348
The Navigator Company	0,8393	0,8909	0,9216	0,8839	0,0340	0,9216	0,8393	0,8393	0,8909	0,9062
Ramada	0,8627	0,8627	0,8667	0,8641	0,0018	0,8667	0,8627	0,8627	0,8627	0,8647
Semapa	0,8000	0,9057	0,8776	0,8611	0,0447	0,9057	0,8000	0,8000	0,8776	0,8916
Mota Engil	0,9273	0,7963	0,8571	0,8602	0,0535	0,9273	0,7963	0,7963	0,8571	0,8922
Nos, SGPS	0,8077	0,8679	0,8958	0,8572	0,0368	0,8958	0,8077	0,8077	0,8679	0,8819
Media Capital	0,8364	0,7736	0,8478	0,8193	0,0326	0,8478	0,7736	0,7736	0,8364	0,8421
Martifer	0,8113	0,7843	0,8222	0,8060	0,0159	0,8222	0,7843	0,7843	0,8113	0,8168
Novabase,SGP S	0,7647	0,8039	0,7917	0,7868	0,0164	0,8039	0,7647	0,7647	0,7917	0,7978
Corticeira Amorim	0,7455	0,8235	0,7755	0,7815	0,0322	0,8235	0,7455	0,7455	0,7755	0,7995
Impresa,SGP S	0,6038	0,7600	0,7609	0,7082	0,0739	0,7609	0,6038	0,6038	0,7600	0,7604
Teixeira Duarte	0,5306	0,5800	0,5682	0,5596	0,0211	0,5800	0,5306	0,5306	0,5682	0,5741

Fonte: Elaborado pela autora

Constatámos que a SONAE, sociedade pertencente ao setor de 1.ª necessidade, é a sociedade cotada em Portugal com o melhor índice médio de cumprimento das recomendações, ou seja, 1, correspondente a 100% nos 3 anos em análise e desvio padrão nulo. Segue-se a sociedade EDP Renováveis do sector Energia, Gás e Petróleo, com

índice médio de 0,9940, isto é, 99,40%. O pódio encerra com a sociedade Ctt Correios do setor da Indústria Transformadora com o índice médio de 0,9808, isto é, 98,08%.

Em contrapartida, as 3 três sociedades com os piores índices médios de cumprimento das recomendações foram a Corticeira Amorim do setor de Bens de 1.<sup>a</sup> necessidade, a Impresa SGPS do setor de bens de Luxo e a Teixeira Duarte do setor Indústria Transformadora, com 78,15%, 70,82% e 55,96%, conforme se pode confirmar na tabela acima.

Tabela 17 - Comparação anual dos índices de cumprimento e divulgação de Espanha

Sociedades Cotadas - Espanha	Índice global de acolhimento 2018	Índice global de acolhimento - 2019	Índice global de acolhimento - 2020	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Percentis		
								25%	Mediana	75%
Grupo Ezentis	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	0,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000
Repsol	0,9821	0,9821	0,9825	0,9822	0,0001	0,9825	0,9821	0,9821	0,9821	0,9825
Iberdrola	0,9833	0,9833	0,9672	0,9780	0,0076	0,9833	0,9672	0,9672	0,9833	0,9833
Red Electrica Corporacion	0,9815	0,9815	0,9649	0,9760	0,0078	0,9815	0,9649	0,9649	0,9815	0,9815
Iberpapel Gestion	0,9808	0,9808	0,9434	0,9683	0,0176	0,9808	0,9434	0,9434	0,9808	0,9808
Siemens Gamesa Renewable Energy	0,9831	0,9661	0,9492	0,9661	0,0138	0,9831	0,9492	0,9492	0,9661	0,9831
Acerinox	0,9500	0,9322	0,9831	0,9551	0,0211	0,9831	0,9322	0,9322	0,9500	0,9831
Cash	0,9423	0,9400	0,9808	0,9544	0,0187	0,9808	0,9400	0,9400	0,9423	0,9808
Enagas	0,9655	0,9483	0,9483	0,9540	0,0081	0,9655	0,9483	0,9483	0,9483	0,9655
Ence Energia y Celulosa	0,9643	0,9138	0,9825	0,9535	0,0290	0,9825	0,9138	0,9138	0,9643	0,9825
Viscofan	0,9464	0,9474	0,9655	0,9531	0,0088	0,9655	0,9464	0,9464	0,9474	0,9655
Gestamp Automocion	0,9273	0,9636	0,9643	0,9517	0,0173	0,9643	0,9273	0,9273	0,9636	0,9643
NH Hotel Group	0,9483	0,9474	0,9464	0,9474	0,0008	0,9483	0,9464	0,9464	0,9474	0,9483
Mediaset España Comunicacion	0,9434	0,9623	0,9298	0,9452	0,0133	0,9623	0,9298	0,9298	0,9434	0,9623
Vocento	0,9815	0,9074	0,9434	0,9441	0,0302	0,9815	0,9074	0,9074	0,9434	0,9815
Fluidra	0,9333	0,9322	0,9492	0,9382	0,0077	0,9492	0,9322	0,9322	0,9333	0,9492
Talgo	0,9636	0,9091	0,9273	0,9333	0,0227	0,9636	0,9091	0,9091	0,9273	0,9636
Applus Services	0,9107	0,9444	0,9444	0,9332	0,0159	0,9444	0,9107	0,9107	0,9444	0,9444
Sacyr	0,9138	0,9123	0,9474	0,9245	0,0162	0,9474	0,9123	0,9123	0,9138	0,9474
Naturhouse Health	0,9444	0,9444	0,8824	0,9237	0,0293	0,9444	0,8824	0,8824	0,9444	0,9444
Miquel y Costas & Miquel	0,9138	0,9464	0,9107	0,9236	0,0162	0,9464	0,9107	0,9107	0,9138	0,9464
Cellnex Telecom	0,9091	0,9091	0,9483	0,9222	0,0185	0,9483	0,9091	0,9091	0,9091	0,9483
Amper	0,9322	0,9153	0,9123	0,9199	0,0088	0,9322	0,9123	0,9123	0,9153	0,9322
Abengoa	0,9286	0,8947	0,9298	0,9177	0,0163	0,9298	0,8947	0,8947	0,9286	0,9298
Amadeus It Group	0,9123	0,9298	0,8772	0,9064	0,0219	0,9298	0,8772	0,8772	0,9123	0,9298
Cementos Molins	0,9038	0,9057	0,9057	0,9051	0,0009	0,9057	0,9038	0,9038	0,9057	0,9057
Ferrovial	0,9153	0,9167	0,8814	0,9044	0,0163	0,9167	0,8814	0,8814	0,9153	0,9167

Fonte: Elaborado pela autora

Sociedades Cotadas - Espanha	Índice global de acolhimento - 2018	Índice global de acolhimento - 2019	Índice global de acolhimento - 2020	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo	Percentis		
								25%	Mediana	75%
Audax Renovables	0,8980	0,8958	0,8980	0,8973	0,0010	0,8980	0,8958	0,8958	0,8980	0,8980
Ebro Foods	0,8846	0,9038	0,9020	0,8968	0,0087	0,9038	0,8846	0,8846	0,9020	0,9038
Obrascon Huarte Lain	0,9091	0,9245	0,8519	0,8952	0,0313	0,9245	0,8519	0,8519	0,9091	0,9245
General de Alquiler de Maquinaria	0,8571	0,8929	0,9286	0,8929	0,0292	0,9286	0,8571	0,8571	0,8929	0,9286
Tubacex	0,8462	0,9423	0,8750	0,8878	0,0403	0,9423	0,8462	0,8462	0,8750	0,9423
Duro Felguera	0,9231	0,8621	0,8621	0,8824	0,0288	0,9231	0,8621	0,8621	0,8621	0,9231
Naturgy Energy Group	0,8596	0,8772	0,8793	0,8721	0,0088	0,8793	0,8596	0,8596	0,8772	0,8793
Telefonica	0,8667	0,8667	0,8596	0,8643	0,0033	0,8667	0,8596	0,8596	0,8667	0,8667
Innovative Solutions Ecosystem	0,8667	0,8448	0,8448	0,8521	0,0103	0,8667	0,8448	0,8448	0,8448	0,8667
Aena	0,8000	0,9167	0,8387	0,8518	0,0485	0,9167	0,8000	0,8000	0,8387	0,9167
Codere	0,7755	0,9000	0,8400	0,8385	0,0508	0,9000	0,7755	0,7755	0,8400	0,9000
Squirrel Media	0,8077	0,8039	0,8462	0,8193	0,0191	0,8462	0,8039	0,8039	0,8077	0,8462
Lingotes Especiales	0,7407	0,8364	0,8727	0,8166	0,0557	0,8727	0,7407	0,7407	0,8364	0,8727
Tecnicas Reunidas	0,7679	0,7857	0,8545	0,8027	0,0374	0,8545	0,7679	0,7679	0,7857	0,8545
Grupo Empresarial San Jose	0,8136	0,7966	0,7719	0,7940	0,0171	0,8136	0,7719	0,7719	0,7966	0,8136
Desa	0,8163	0,7959	0,7292	0,7805	0,0372	0,8163	0,7292	0,7292	0,7959	0,8163
Bodegas Riojanas	0,7843	0,7321	0,8036	0,7733	0,0302	0,8036	0,7321	0,7321	0,7843	0,8036
Zardoya Otis	0,7407	0,7636	0,7679	0,7574	0,0119	0,7679	0,7407	0,7407	0,7636	0,7679
Deoleo	0,7069	0,7759	0,7500	0,7443	0,0284	0,7759	0,7069	0,7069	0,7500	0,7759
Urbar Ingenieros	0,7736	0,7234	0,7234	0,7401	0,0237	0,7736	0,7234	0,7234	0,7234	0,7736
Global Dominion Access	0,6400	0,7059	0,8654	0,7371	0,0946	0,8654	0,6400	0,6400	0,7059	0,8654
Ecolumber	0,6981	0,7358	0,7547	0,7296	0,0235	0,7547	0,6981	0,6981	0,7358	0,7547
Airtificial Intelligence Structures	0,6981	0,6923	0,7959	0,7288	0,0475	0,7959	0,6923	0,6923	0,6981	0,7959
Pescanova	0,7347	0,7143	0,7143	0,7211	0,0096	0,7347	0,7143	0,7143	0,7143	0,7347
Cie Automotive	0,7358	0,6604	0,7407	0,7123	0,0368	0,7407	0,6604	0,6604	0,7358	0,7407
TR Hotel Jardin DEL Mar	0,6552	0,6379	0,7241	0,6724	0,0372	0,7241	0,6379	0,6379	0,6552	0,7241
Minerales y Productos Derivados	0,6047	0,6047	0,7209	0,6434	0,0548	0,7209	0,6047	0,6047	0,6047	0,7209

Fonte: Elaborado pela autora

Para Espanha, verificámos que as três sociedades com os melhores índices médios de cumprimento foram o Grupo Ezentis do setor das telecomunicações, com 100% e desvio padrão nulo, a Repsol e a Iberdrola com 98,22% e 97,80%,

respetivamente. As três sociedades com os índices médios mais baixos são a Cie Automotive, a TR Hotel Jardin DEL Mar e a Minerales y Productos Derivados com 71,23%, 67,24% e 64,34%, conforme se pode constatar na tabela acima.

Relativamente aos capítulos do código de bom governo das sociedades cotadas em Espanha, verificámos que o capítulo 3 respeitante ao CA foi o mais cumprido pelas sociedades, com grau médio de cumprimento de 87,74%. Contudo, as recomendações acerca do tamanho exato do CA, 5 a 15 membros, foram as menos cumpridas. Segue-se o capítulo 1 referente às disposições gerais e que aborda as leis estatutárias com 87,07%. O capítulo 2 refere-se a AG de acionistas e teve 84,05%, de grau de cumprimento, em que salientamos a pouca recetividade das sociedades em transmitirem ao vivo as assembleias gerais de acionistas na página de internet da sociedade.

Para as sociedades cotadas em Portugal, as recomendações mais cumpridas inserem-se no capítulo 7 concernente à informação financeira, com grau de cumprimento médio de 96,45%. Os aspetos acerca da revisão legal de contas e fiscalização, em que as recomendações sobre a avaliação do trabalho realizado pelo revisor oficial de contas pelo órgão de fiscalização, sendo este o seu principal interlocutor e primeiro destinatário dos seus relatórios são as mais cumpridas.

Segue-se o capítulo 6 de controlo interno com grau de cumprimento médio de 94,06%, particularmente as recomendações concernentes ao sistema de controlo interno, que deve abranger as funções de gestão de riscos, *compliance* e auditoria interna, de acordo à dimensão e à complexidade dos riscos intrínsecos das sociedades, ficando a sua avaliação sob a responsabilidade do órgão de fiscalização.

Posteriormente segue-se o capítulo 1 sobre parte geral com 93,50%, sendo que as recomendações mais cumpridas são acerca da existência de regulamentos internos e de que estes devem garantir os instrumentos necessários para detetar e prevenir as irregularidades.

Segue-se o capítulo 4 respeitante a administração executiva com 91,24% de grau de cumprimento médio. A seguir vêm os capítulos 5, 3,2 sobre avaliação de desempenho, remunerações e nomeações, administração não executiva e fiscalização, acionistas e assembleia geral, com 85,01%, 78,48%, 76,54%, respetivamente.

Tabela 18 - Comparação setorial dos índices de cumprimento e divulgação de Portugal

Setor Industrial - Portugal	Ano 2018	Ano 2019	Ano 2020	Média
Energia, Gás e Petróleo	0,9198	0,9612	0,9782	0,9531
Bens de 1.ª necessidade	0,9352	0,9528	0,9457	0,9446
Telecomunicações	0,8960	0,8667	0,9091	0,8906
Materiais Básicos	0,8544	0,8924	0,9076	0,8848
Bens de Luxo	0,8079	0,8800	0,8621	0,8500
Indústria Transformadora	0,7992	0,7890	0,8046	0,7976
Tecnologia	0,7647	0,8039	0,7917	0,7868
Índice global de acolhimento das	0,8539	0,8780	0,8856	0,8725

Fonte: Elaborado pela autora

Constatámos que os setores predominantes no cumprimento das recomendações do código de governo das sociedades cotadas em Portugal correspondem ao setor Energia, Gás e Petróleo, à semelhança de Espanha, Bens de 1.ª necessidade e Telecomunicações, conforme demonstra a tabela acima.

Não obstante o contexto de pandemia, de 2018 a 2020 o índice de cumprimento e divulgação das recomendações teve uma tendência crescente em ambos os países, apesar de pouco substancial. Em 2020, tanto Portugal como Espanha publicaram um novo código de governo societário atualizado.

Para Portugal o índice de cumprimento correspondeu a 0,8539, isto é, 85,39%, em 2018, 0,8780, isto é, 87,80% em 2019 e 0,8856, isto é, 88,56% em 2020.

Tabela 19 - Comparação setorial dos índices de cumprimento e divulgação de Espanha

Setor Industrial - Espanha	Ano 2018	Ano 2019	Ano 2020	Média
Energia, Gás e Petróleo	0,9450	0,9447	0,9400	0,9432
Telecomunicações	0,9253	0,9253	0,9360	0,9288
Materiais Básicos	0,8829	0,8894	0,9063	0,8929
Bens de Luxo	0,8627	0,8746	0,8849	0,8741
Indústria Transformadora	0,8525	0,8533	0,8612	0,8557
Tecnologia	0,8378	0,8489	0,8749	0,8539
Bens de 1.ª necessidade	0,8142	0,8220	0,8246	0,8203
Índice global de acolhimento	0,8743	0,8797	0,8897	0,8813

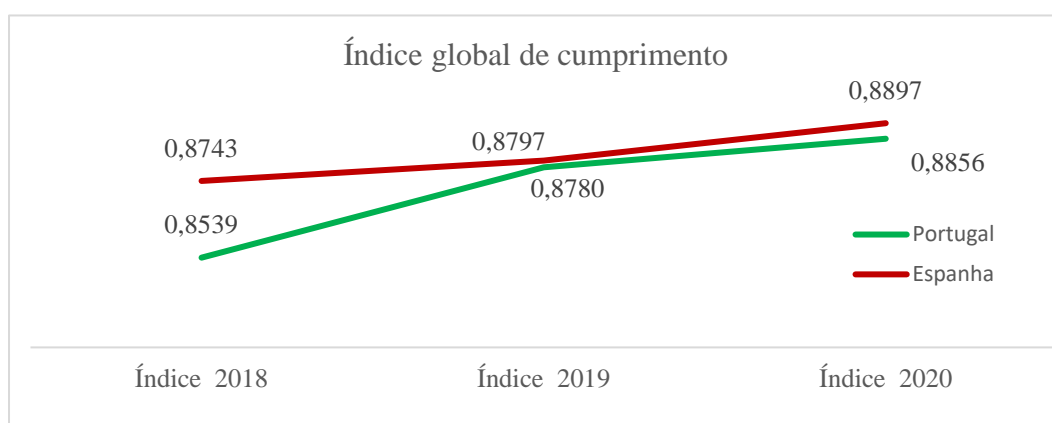
Fonte: Elaborado pela autora

A análise efetuada às sociedades cotadas na bolsa de Madrid de Espanha demonstrou que o top 3 dos sectores industriais com maior índice de cumprimento das recomendações do código de bom governo das sociedades, para o período em análise,

isto é, 2018 a 2020, corresponde aos sectores, energia, gás e petróleo, telecomunicações e Materiais básicos, por essa ordem, conforme demonstra a tabela acima.

O índice de cumprimento das recomendações do código de bom governo das sociedades cotadas na bolsa de Madrid correspondeu a 0,8743, isto é, 87,43% em 2018, 0,8797, ou seja, 87,97% em 2019 e 0,8897, isto é, 88,97% em 2020, conforme demonstra a tabela acima.

Gráfico 1 - Evolução do índice de cumprimento e divulgação global



Fonte: Elaborado pela autora

Pelo gráfico acima é possível visualizar a tendência crescente do índice de cumprimento, com particular destaque ao facto de que em 2019 o grau de cumprimento quase se assemelhava entre os dois países, sendo 87,97% para Espanha e 87,80% para Portugal.

Tabela 20 - Comparação dos índices de cumprimento e divulgação por país

País	Índice global de acolhimento - 2018	Índice global de acolhimento - 2019	Índice global de acolhimento - 2020	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Portugal	0,8539	0,8780	0,8856	0,8725	0,0135	0,8856	0,8539
Espanha	0,8743	0,8797	0,8897	0,8813	0,0064	0,8897	0,8743

Fonte: Elaborado pela autora

Ao contrário do que poderíamos inferir, em 2020, ano de contexto de pandemia, as sociedades cotadas mantiveram o seu engajamento quanto ao cumprimento das recomendações.

Tanto Portugal como Espanha apresentaram em 2020 um código de governo atualizado, isto é, revisto. Assim sendo, e em concordância com a comissão executiva de



acompanhamento e monitorização (CEAM, 2020) do código de governo das sociedades do IPCG estamos perante um código distinto e que foi objeto de análise. Pelo que incluir na análise sequencial o código de 2020 como se fosse semelhante ao código precedente em todos aspetos não deve ser taxativa, no caso de Portugal. Assim, estendemos o mesmo argumento para o código de Espanha.

Para ambos os países constatámos a existência de recomendações que foram objeto de mudanças, substituições e eliminações. Em Portugal ocorreu um decréscimo de recomendações, passando de sessenta para cinquenta e três. Todavia, Espanha manteve o número de recomendações em sessenta e quatro, mas atualizou cerca de 20 recomendações.

Apesar de notarmos um crescimento no grau de cumprimento das recomendações o mesmo não é substancial nos dois países. Em Portugal passa de 85,39%, em 2018, para 88,56% em 2020, representando um aumento de 3,58%. Em Espanha o grau de cumprimento das recomendações passa de 87,43% em 2018 para 88,97% em 2020, correspondendo a um aumento de 1,73%.

## 4.2 Análise Descritiva dos Dados

A análise das características descritivas de uma amostra permite-nos de forma adequada realizar a explicação dos dados por meio de medidas ou grandezas que melhor apresentam todos os aspetos da amostra. Referem-se a valores próprios que representam todos os demais valores de uma amostra, podendo ser medidas de tendência central, variabilidade ou de dispersão (Victorino, 2021:7; Rodrigues et al, 2017)

A variável índice de cumprimento e divulgação, ROA, ROE, liquidez, endividamento, independência do CA e diversidade de género estão em percentagem. A variável dimensão, em milhões de Euros, o tamanho do CA e o conselho de auditoria em valores absolutos.

Tabela 21 - Estatística descritiva global de Portugal e Espanha

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Coef.Var.	Enviesamento	Curtose Ex.	perc. 5%	perc. 95%
Ind.Cumpr.Div.Global	0,8730	0,9039	0,5306	1	0,0968	0,1109	-1,0395	0,6933	0,6975	0,9833
ROA	0,0195	0,0240	-0,5252	0,4210	0,1001	5,1436	-1,0355	9,5525	-0,1393	0,1400
ROE	0,0987	0,0892	-1,0288	0,7514	0,1796	1,8197	-0,6754	10,7220	-0,0885	0,3920
Liquidez	1,2978	1,1202	0,0000	5,2001	0,8896	0,6855	1,5627	3,2899	0,0000	3,2425
Endividamento	2,1579	1,1752	0,0000	28,0740	3,8265	1,7733	4,1791	19,5830	0,0823	10,7470
Dimensao	7,2075	7,3026	0,9231	11,7160	2,1437	0,2974	-0,2957	-0,0804	3,5508	10,6460
TamanhoCA	10,3380	10,0000	3,0000	21,0000	3,8516	0,3726	0,1739	-0,3841	4,9000	17,0000
IndependenciaCA	0,4298	0,4375	0	0,8750	0,2228	0,5183	-0,2353	-0,3683	0	0,8000
DiversidadeGenero	0,2039	0,2000	0	0,5000	0,1205	0,5909	-0,1634	-0,6360	0	0,4000
C.Auditoria	0,9242	1	0	1	0,2656	0,2874	-3,2066	8,2820	0	1

Fonte: Extraído do GRETL

A análise estatística das variáveis definidas demonstra que para o índice de cumprimento e divulgação global das recomendações, a média de cumprimento das recomendações pelas sociedades cotadas dos países em análise é de 87,30% para os três anos. A mediana, número central de um conjunto de dados ordenados, demonstra que 50% das observações detêm um índice de cumprimento superior a 90,39%. O valor mínimo de cumprimento é de 53,06% e o máximo de 100%.

O desvio padrão corresponde a 9,68%, este valor baixo indica que o grau de cumprimento das recomendações pelas sociedades tende a estar próximo do valor da média, há pouca dispersão dos dados de cumprimento relativamente à média.

O coeficiente de variação permite-nos aferir se a média, enquanto medida

estatística, é ou não estatisticamente representativa, sendo que se considera valores do coeficiente de variação abaixo de 50% indicativos de maior representatividade da média da amostra e que os dados são mais homogêneos. Pela tabela acima, verificamos que a média é estatisticamente representativa para o índice de cumprimento e divulgação global (11,09%), dimensão (29,74%), tamanho (37,26%) e conselho de auditoria (28,74).

Relativamente ao enviesamento, indicativo de que os dados da amostra têm distribuição assimétrica em relação ao centro, constata-se que o índice de cumprimento e divulgação global (-1,0395), o ROA (-1,0355), ROE (-0,6754), dimensão (-0,2957), independência (-0,2353), diversidade (-0,1634) e conselho de auditoria (-3,2066) têm enviesamento negativo, isto é, as observações dos dados estão concentradas à direita da média. Para as demais variáveis, liquidez (1,5627), endividamento (4,1791) e tamanho CA (0,1739) o enviesamento é positivo, representando uma distribuição em que as observações dos dados estão concentradas à esquerda da média.

No que diz respeito à curtose, isto é, grau de achatamento de uma distribuição relativamente a distribuição normal, cujo dados são simétricos, se a curtose apresentar valor inferior a zero então a distribuição terá função de probabilidade chamada de platicúrtica, conforme se constata para a dimensão (-0,0804), tamanho CA (-0,3841), independência CA (-0,3683) e diversidade de género (-0,6360) a distribuição apresentará uma forma mais achatada comparativamente a distribuição normal.

Se o valor da curtose for igual a zero, a distribuição de probabilidade será mesocúrtica e terá uma forma achatada semelhante à de uma distribuição normal, porém, se for superior a zero, como ocorre para o índice de cumprimento e divulgação global (0,6933), ROA (9,5525), ROE (10,7220), Liquidez (3,2899), endividamento (19,5830) e conselho de auditoria (8,2820), a distribuição terá uma forma mais elevada e concentrada relativamente a distribuição normal, e será chamada de leptocúrtica. Os valores positivos e bastantes elevados sugerem a presença de dados muito distantes dos demais dados da distribuição, os *outliers*.

Quanto a análise do percentil 5% (ou 95%), este corresponde aos valores ordenados e à esquerda de 5% (ou 95%) sendo que o restante 95% (5%) estão ordenados à sua direita. Para o índice de cumprimento e divulgação verificamos que 5% dos dados organizados estão abaixo de 69,75% e o remanescente, isto é 95% estão acima do percentil 5%. Para o percentil 95%, constatamos que 95% dos dados ordenados do índice de cumprimento estão abaixo de 98,33% e o restante 5% acima.

### 4.3 Testes de diagnóstico

Considerando o modelo econométrico estabelecido, com as variáveis independente e dependente devidamente estabelecidas, tornou-se fundamental determinar qual o método adequado para a realização da estimação do modelo de regressão. Assim, seguimos três métodos/modelos de estimação, designadamente, o método/modelo dos mínimos quadrados ("Pooled OLS"), efeitos fixos e aleatórios, tendo em conta as características dos dados em análise, isto é, dados em painel, seccionais e definidos em períodos temporais de modo a gerar-se uma única base de dados (Santos, 2019), que no nosso caso agrupa os dados de Portugal e Espanha, no software GRETL.

#### 1. Método/Modelo dos Mínimos Quadrados (OLS)

Recorrendo ao software estatístico GRETL, realizamos a regressão para o modelo dos Mínimos Quadrados de amostragem ("Pooled OLS"), cujas variáveis estatisticamente significativas correspondem a liquidez, independência do CA, diversidade de género e país, conforme demonstra o anexo 1.

#### 2. Modelo com efeitos fixos

Posteriormente resolvemos comparar o modelo de Mínimos Quadrados ("Pooled OLS") ao modelo com efeitos fixos de modo a sabermos qual o mais adequado para a nossa regressão. Assim sendo, verificámos o teste de estatística F, em que temos  $H_0$ : Modelo Pooled OLS vs.  $H_1$ : Modelo Efeitos Fixos. O resultado leva-nos a inferir que um valor p baixo, isto é,  $6,97761e-013$ , contraria a hipótese nula de que o modelo de Mínimos Quadrados ("Pooled OLS") seja o mais adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos, conforme se consta abaixo.

#### Quadro 3- Estatística de Teste F

<b>Teste conjunto em regressores designados</b>
Estatística de teste: $F(10, 70) = 1,70287$
com valor $p = P(F(10, 70) > 1,70287) = 0,0972134$
Teste para diferenciar grupos de intercepções no eixo $x=0$ -
Hipótese nula: Os grupos têm a mesma intercepção no eixo $x=0$
Estatística de teste: $F(41, 70) = 7,05892$
com valor $p = P(F(41, 70) > 7,05892) = 6,97761e-013$

Fonte: Extraído do GRETL

### 3. Modelo com efeitos aleatórios

Em seguida comparamos o modelo Pooled OLS vs. Efeitos Aleatórios, de modo a verificarmos qual o mais adequado, consideramos o teste de Breusch-Pagan. em que  $H_0$ : Modelo Pooled OLS vs.  $H_1$ : Modelo Efeitos Aleatórios. Como o p-value obtido é igual a  $1,38267e-011$  inferior a 0,05 tal valor vem contrariar a hipótese nula de que o modelo de Mínimos Quadrados ("Pooled OLS") é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.

#### Quadro 4- Teste de Breusch Pagan

Hipótese nula: Variância do erro de unidade específica = 0
Estatística de teste assintótica: Qui quadrado(1) = 45,6937
com valor p = 1,38267e011

Fonte: Extraído do GRETL

Tendo em conta que até aqui obtivemos a validação de dois modelos, efeitos fixos e efeitos aleatórios, tornou-se imprescindível realizar a análise comparativa entre estes dois modelos de modo a constataremos qual o mais apropriado.

Assim, no que se refere aos modelos Efeitos Aleatórios vs. Efeitos Fixos atentamos ao teste de Hausman com as hipóteses  $H_0$ : Modelo Efeitos Aleatórios vs.  $H_1$ : Modelo Efeitos Fixos. Como resultado obtivemos:

#### Quadro 5- Teste de Hausman

Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes
Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(10) = 7,39886
com valor p = 0,68733

Fonte: Extraído do GRETL

Como o p-value obtido é igual a 0,68733 superior a 0,05, não rejeitamos  $H_0$  e aceitamos o modelo de efeitos aleatório como sendo o mais adequado para a nossa regressão.

Não obstante os testes acima realizados demonstrarem que o modelo de efeitos aleatórios ser o mais adequado para estimar a regressão, com as variáveis independência do CA e a diversidade de género do CA como aquelas que estatisticamente são significativas para explicarem o índice de cumprimento e divulgação global, optamos pelo modelo dos Mínimos Quadrados de amostragem ("Pooled OLS"), considerando que em termos de significância permite-nos validar mais hipóteses, designadamente, a liquidez, independência do CA, diversidade de género do CA e país.

#### **4. Analisando o R-quadrado ajustado**

Tendo em conta que aceitamos o modelo “Pooled OLS” em detrimento do modelo aleatório, procedemos a análise do R quadrado ajustado que correspondeu a 0,174158. As variáveis independentes do modelo *Pooled OLS* explicam 17,41% da variação da variável dependente, índice de cumprimento e de divulgação global, sendo o percentual remanescente, 82,59%, explicado por outras variáveis não consideradas no modelo.

#### **5. Testes ao modelo Pooled OLS**

##### **5.1 Multicolinearidade**

Os modelos não estão isentos de problemas, tais como de multicolinearidade. Pelo que efetuamos o teste dos fatores de inflação da variância (Teste VIF). Os resultados para o modelo Pooled OLS demonstram que como os valores VIF estão abaixo de 10 não há problema de multicolinearidade, podemos considerar que cumprimos com uma das condições necessárias para a utilização do modelo de regressão estabelecido, conforme anexo 2.

##### **5.2 Normalidade dos resíduos**

Tendo como intuito que o modelo tenha normalidade dos seus resíduos, consideramos as hipóteses a testar H0: Distribuição normal vs H1: Distribuição não é normal. O valor p correspondeu a 4,36662e-009 inferior a 0,05 pelo que rejeitamos H0, e concluímos que o erro não tem distribuição Normal, conforme demonstra o anexo 3. Este facto é de certo modo compreensível visto que está em análise um conjunto de sociedades com características muito distintas entre si.

##### **5.3 Homocedasticidade**

De modo a sabermos se os dados estão fortemente dispersos ou não, recorreremos ao teste de White, com H0: os dados são classificados como homocedásticos H1: os dados são classificados como heterocedásticos. Apresentamos abaixo os resultados.

## Quadro 6 - Teste de White para a heterocedasticidade

Mínimos Quadrados (OLS), usando 123 observações
R-quadrado não-ajustado = 0,787239
Estatística de teste: $TR^2 = 96,830418$ ,
com valor $p = P(\text{Qui-quadrado}(73) > 96,830418) = 0,032528$

Fonte: Extraído do GRETL

Como o p-value é de 0,032528 inferior a 0,05, rejeitamos a hipótese nula de que os dados são classificados como sendo homocedásticos, o que é compreensível visto que as variáveis são diferentes entre si e pensamos que não estão a interferir devidamente nos resultados.

### 6. Correlação entre variáveis

Procedemos a análise do grau de correlação existente entre as variáveis em estudo. Sendo que os dados da correlação podem variar entre -1, indicativo de correlação perfeita e negativa, e 1 para correlação perfeita e positiva. Quanto mais próximos os valores estiverem de -1 ou 1 maior será a correlação entre as variáveis assim como quanto mais perto de zero menor será a correlação (McClave, et al., 2018, p.43).

Tabela 22 - Matriz de correlação

	Ind.Cumpr.Div.Global	ROA	ROE	Liquidez	Endividamento	Dimensão	TamanhoCA	Independência	DiversidadeGénero.	C.Auditoria	MQR	País
Ind.Cumpr.Div.Global	1	0,0928	-0,0067	0,1962	-0,0807	0,3773	0,2531	0,2827	0,2620	0,0979	0,0752	-0,0162
ROA		1	0,5905	0,2150	-0,1762	0,0549	0,0457	-0,2968	0,0299	-0,1180	-0,1049	-0,0442
ROE			1	0,0208	-0,0042	-0,1004	-0,0123	-0,0544	-0,0294	-0,0708	-0,1999	0,0519
Liquidez				1	-0,1449	-0,0749	-0,0688	-0,1726	-0,0461	-0,0646	0,0233	0,0755
Endividamento					1	0,0623	0,0900	-0,1137	-0,0256	0,1140	0,0120	-0,0830
Dimensão						1	0,5467	0,2005	0,2674	0,3373	0,0131	-0,0246
TamanhoCA							1	-0,0786	0,2039	0,2009	-0,0202	0,0196
Independência								1	-0,0155	0,2531	-0,0072	0,4098
DiversidadeGénero									1	-0,0228	0,1977	-0,1715
C.Auditoria										1	0,0112	0,4265
MQR											1	0
País												1

Fonte: Extraído do GRETL

Constatámos que a variável dependente índice de cumprimento e divulgação global está positivamente correlacionada com as variáveis independentes ROA (9,28%), liquidez (19,62%), dimensão (37,73%), tamanho (25,31%), independência (28,27%), diversidade de género (26,2%), conselho de auditoria (9,79%) e MQR (7,52%). Isto é, se estas variáveis aumentarem o índice de cumprimento e divulgação também aumentará, ou vice-versa.

A variável dependente apresenta correlação negativa com as variáveis independentes ROE (-0,67%), endividamento (-8,07%) e país (1,62%). Ou seja, se os valores destas variáveis diminuírem o índice de cumprimento e divulgação aumentará, ou vice-versa.

No computo geral, os valores de correlação entre as variáveis são muito baixo, reforçando o resultado de ausência de multicolinearidade entre as variáveis. Porém, destacamos duas correlações superiores a 50%. São as correlações positivas existente entre a dimensão e o tamanho do CA (54,67%) confirmando o entendimento de que quanto maior a dimensão de uma sociedade mais numeroso será o seu CA e entre o ROA e o ROE (59,05%). A variável “dummy” MQR e país não têm qualquer correlação o que é perfeitamente lógico, visto que a mudança de quadro recomendatório num país não terá qualquer relação noutro país.

## 7. Resultado da regressão

Tendo em conta a regressão estimada de acordo ao modelo pooled OLS, seguem abaixo os resultados obtidos.

Tabela 23 - Regressão Estimada Global

Variável dependente: IndCumprDivGlobal					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
const	0,727836	0,0485042	15,01	<0,0001	***
ROA	-0,0612677	0,182955	-0,3349	0,7383	
ROE	-0,0209663	0,0499823	-0,4195	0,6757	
<b>Liquidez</b>	<b>0,0214572</b>	<b>0,0087834</b>	<b>2,443</b>	<b>0,0161</b>	**
Endividamento	-0,00117825	0,00190847	-0,6174	0,5382	
Dimensão	0,00694675	0,00518408	1,34	0,183	
TamanhoCA	0,00233782	0,00229994	1,016	0,3116	
<b>IndependênciaCA</b>	<b>0,114046</b>	<b>0,0329631</b>	<b>3,46</b>	<b>0,0008</b>	***
<b>DiversidadeGénero</b>	<b>0,126559</b>	<b>0,0580499</b>	<b>2,18</b>	<b>0,0314</b>	**
C.Auditoria	0,0139605	0,0263212	0,5304	0,5969	
MQR	0,0101614	0,0138014	0,7363	0,4631	
<b>País</b>	<b>-0,0307108</b>	<b>0,015049</b>	<b>-2,041</b>	<b>0,0437</b>	**

Fonte: Extraído do GRETL

A variável liquidez, independência CA e diversidade de género do CA são positivamente e estatisticamente significativas ao nível de 5%, 1% e 5%, por essa ordem. Considerando tudo o resto constante, uma variação de uma unidade na variável liquidez,

<sup>11</sup> Os asteriscos \*\*\*, \*\* e \* referem-se a significância estatística ao nível de 1%, 5% e 10%, por essa ordem



independência CA e diversidade de género, implicará um aumento de 0,02145, 0,11404 e 0,12655 no índice de cumprimento e divulgação, respetivamente. A variável país é negativamente e estatisticamente significativa ao nível de 5%. Os países da amostra influenciam o índice de divulgação.

## **8. Validação das hipóteses**

Assim, perante as hipóteses formuladas o modelo pooled OLS permite-nos apresentar a existência de quatro variáveis independentes que são estatisticamente e economicamente significativas e que influenciam o índice de cumprimento e divulgação global das recomendações de governo das sociedades, designadamente a liquidez, independência, diversidade de género e país.

Hipótese 1 - Não obtivemos um resultado estatisticamente significativo entre o ROA e o índice de cumprimento e divulgação global, em concordância com Liu et.al (2021) pelo que não validámos esta hipótese.

Hipótese 2 - A variável independente ROE não é estatisticamente significativa, em consonância com Liu et.al (2021) pelo que não validámos a hipótese 2.

Hipótese 3 - Relativamente a variável liquidez, o resultado obtido demonstra que é economicamente significativa e estatisticamente significativa ao nível de 5%, quanto mais liquidez tiverem as empresas maior será o índice de cumprimento e divulgação, ao contrário do que menciona Ovelar-Fernández et. Al (2022), pelo que validámos a hipótese 3.

Hipótese 4 - No que diz respeito a variável endividamento os resultados mostram que não é estatisticamente significativa, pelo que não validámos esta hipótese, ao contrário do que Eng et. Al (2003) afirmaram.

Hipótese 5 - Quanto à variável dimensão, verifica-se que não é estatisticamente significativa facto discordante com a literatura apresentada por Adelopo (2011); Abdullah et. al (2015); Babío Arcay e Muiño Vázquez (2005); Abed e Al-Najjar (2016); Gallego-Álvarez e Quina-Custodio (2016), pelo que não validámos esta hipótese. Contudo, veremos abaixo, que é estatisticamente significativa para Portugal quando realizámos uma regressão individual para cada país.

Hipótese 6 - Relativamente ao tamanho do CA, esta não é estatisticamente

significativa, facto congruente com o estudo apresentado por Khandelwal et. al (2020), assim não validámos esta hipótese.

Hipótese 7 - No que se refere à independência do CA, os dados obtidos apontam para uma significância estatística, porém ao nível de 1%, conforme relatado por Alyousef e Alsughayer (2021); Buerter e Pae (2021) esta variável influencia positivamente o índice de cumprimento e divulgação na medida em que quanto maior for a independência do CA maior será o índice de cumprimento e divulgação, validando assim a hipótese 7.

Hipótese 8 - No que diz respeito a variável diversidade de género do CA o resultado indica que esta é estatisticamente significativa ao nível de 5% conforme os estudos realizados por Kandukuri e Babu (2016); Nel t. al (2022); Saggarr et.al (2022); Seebeck e Vetter (2022). Assim, podemos inferir que quanto mais diversificado for o género do CA maior será a divulgação de informação, pelo que validámos a hipótese 8.

Hipótese 9 - Quanto a variável existência de conselho de auditoria, nota-se que não é estatisticamente significativa, pelo que não validámos esta hipótese, ao contrário do exposto por Alfraih e Almutawa (2017); Abdallah (2020).

Hipótese 10 - O resultado da variável mudança de quadro recomendatório indica esta não é estatisticamente significativa na amostra. Este facto é compreensível pois as regulamentações de cada país são próprias e independentes entre si. Não validámos a hipótese 10.

Hipótese 11 - O resultado para a variável país indica que esta é estatisticamente significativa ao nível de 5%, porém, negativa. Ou seja, os países a que dizem respeito as sociedades da amostra influenciam negativamente o índice de divulgação das recomendações, validámos esta hipótese.

Aspeto compreensível visto tratarem de países distintos com sociedades que operam em mercados regulamentados de forma distinta. Por exemplo Espanha recomenda que tamanho do CA esteja entre cinco e quinze membros, 40% dos membros do CA sejam, no mínimo, administradores do género feminino até 2022 e depois, que o CA se reúna pelo menos 8 vezes por ano. No entanto, Portugal aborda estes aspetos sem colocar qualquer referência ou limite numérico.

Tabela 24 - Resultados esperados e obtidos das hipóteses

N.º	Hipóteses a testar	Resultado do Sinal Esperado	Coefficiente	valor p	Resultado do Sinal Obtido
H1	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o ROA e a informação divulgada?	Sim (+)	-0,0612677	0,7383	Não
H2	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o ROE e a informação divulgada?	Sim (+)	-0,0209663	0,6757	Não
H3	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a liquidez e a informação divulgada?	Sim (+)	<b>0,0214572</b>	<b>0,0161**</b>	<b>Sim</b>
H4	Ceteris paribus, existe relação negativa entre o endividamento e a informação divulgada?	Não (-)	-0,00117825	0,5382	Não
H5	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a dimensão e a informação divulgada?	Sim (+)	0,00694675	0,183	Sim
H6	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração e a informação divulgada?	Sim (+)	0,00233782	0,3116	Sim
H7	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a independência do Conselho de Administração e a informação divulgada?	Sim (+)	<b>0,114046</b>	<b>0,0008***</b>	<b>Sim</b>
H8	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a diversidade de género do CA e a informação divulgada?	Sim (+)	<b>0,126559</b>	<b>0,0314**</b>	<b>Sim</b>
H9	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o conselho de auditoria e a informação divulgada?	Sim (+)	0,0139605	0,5969	Sim
H10	Ceteris paribus, existe relação positiva entre a mudança de quadro recomendatório e a informação divulgada?	Sim (+)	0,0101614	0,4631	Sim
H11	Ceteris paribus, existe relação positiva entre o país e informação divulgada?	Sim (+)	<b>-0,0307108</b>	<b>0,0437**</b>	<b>Não</b>

Fonte: Elaborado pela autora

## 8.1 Regressão individual

Uma vez que a variável “*dummy*” país foi estatisticamente significativa realizamos a regressão de acordo ao modelo Pooled OLS para cada país de modo a verificarmos quais as variáveis que influenciam estatisticamente o índice de cada país.

Tabela 25 - Portugal Modelo OLS

Variável dependente: IndCumprDivGlobal					
	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
<b>const</b>	0,738526	0,0986687	7,485	<0,0001	***
<b>ROA</b>	<b>-0,692195</b>	<b>0,293328</b>	<b>-2,360</b>	<b>0,025</b>	<b>**</b>
ROE	0,0873515	0,158554	0,5509	0,5858	
Liquidez	-0,0157546	0,0183028	-0,8608	0,3962	
<b>Endividamento</b>	<b>-0,00401287</b>	<b>0,00234184</b>	<b>-1,714</b>	<b>0,0969</b>	<b>*</b>
<b>Dimensão</b>	0,0171923	0,00923447	1,862	0,0725	<b>*</b>
TamanhoCA	0,00488723	0,00317107	1,541	0,1338	
<b>IndependênciaCA</b>	0,134869	0,0504928	2,671	0,0121	<b>**</b>
DiversidadeGénero	-0,0328752	0,131895	-0,2493	0,8049	
C.Auditoria	-0,0447982	0,029062	-1,541	0,1337	
MQR	0,0192448	0,0211733	0,9089	0,3706	

Fonte: Extraído do GRETL

A análise separada demonstra que para as sociedades cotadas em Portugal as variáveis estatisticamente significativa, ao nível de 5% e 10%, são o ROA e o endividamento, respetivamente, que influenciam negativamente o índice de divulgação.

Ou seja, o aumento do endividamento e do ROA diminui o índice de divulgação, facto em concordância com Eng et. Al (2003), sucedendo o mesmo para o ROA, pelo que validámos as hipóteses 1 e 4.

De igual modo, a dimensão e a independência do CA também influenciam o índice de divulgação, porém, positivamente e são estatisticamente significativas ao nível de 10% e 5%, por essa ordem, facto constatável na tabela acima, em concordância com o descrito na literatura por Babío Arcay e Muiño Vázquez (2005); Adelopo (2011); Abdullah et. al (2015); Abed e Al-Najjar (2016); Gallego-Álvarez e Quina-Custodio (2016) e Alyousef e Alsughayer (2021); Buerthey e Pae (2021). Deste modo, validámos as hipóteses 5 e 7.

O R quadrado ajustado corresponde a 0,43827, ou seja, as variáveis independentes explicam 43,82%, das alterações no índice de cumprimento e divulgação.

Tabela 26 - Espanha Modelo OLS

Variável dependente: IndCumprDivGlobal					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
<b>const</b>	0,765591	0,0636394	12,03	<0,0001	***
ROA	0,189756	0,214835	0,8833	0,38	
ROE	-0,0575603	0,0534273	-1,077	0,2849	
<b>Liquidez</b>	0,0265495	0,00975704	2,721	0,0082	***
Endividamento	0,00214801	0,00349245	0,615	0,5405	
Dimensão	0,00548225	0,00621586	0,882	0,3807	
TamanhoCA	-0,00354791	0,00382167	-0,9284	0,3563	
<b>IndependênciaCA</b>	0,114802	0,0463006	2,479	0,0155	**
<b>DiversidadeGénero</b>	0,199452	0,0636036	3,136	0,0025	***
MQR	0,0012308	0,0167575	0,07345	0,9417	

Fonte: Extraído do GRETL

A variável conselho de auditoria não surge na Tabela 26 - Espanha Modelo OLS visto que, das sociedades que responderam à questão relativa a existência ou inexistência do conselho de auditoria, a resposta foi verdadeira para todas, isto é, sim. Deste modo, existe colinearidade perfeita para esta variável. Ao contrário de Portugal em que as respostas foram verdadeiras e falsas por parte das sociedades que responderam à questão.

Para as sociedades cotadas em Espanha, a amostra em análise demonstra que a variável liquidez, independência do CA e a diversidade de género são estatisticamente

significativas ao nível de 1%, 5% e 1%, nessa ordem. Para a diversidade de género, a recomendação 14 do código de Espanha de 2015 mencionava que 30% do CA deveria ser ocupado por mulheres até 2020. O código de 2020 veio elevar este percentual ao recomendar que 40% dos membros do CA sejam, no mínimo, administradoras do género feminino até 2022 e depois. Cremos que esta meta específica é um dos fatores influenciadores para que esta variável seja estatisticamente significativa, tanto no global como individualmente para Espanha.

Validamos as hipóteses 3, 7 e 8. O R quadrado ajustado representa 0,23509, isto é, as variáveis independentes explicam 23,51% das mudanças na variável dependente índice de cumprimento e divulgação.

A análise isolada aponta a existência de mais variáveis estatisticamente significativas que no geral não aparecem, sendo estas o ROA, o endividamento e a dimensão. Ao todo temos sete hipóteses validadas, nomeadamente o país, o ROA, a liquidez, o endividamento, a dimensão, a independência do CA e a diversidade de género do CA como sendo estatisticamente significativas e que influenciam o índice de divulgação.



## 5 - Conclusões, Limitações e Perspetivas Futuras

As crises financeiras nas empresas acabam por destapar de uma maneira ou de outra, sérios problemas de governo das sociedades, seja na administração ou no controlo das mesmas. Não é de admirar que os órgãos de supervisão procurem constantemente atualizar os códigos de governo das sociedades de modo que estes estejam, sempre que possível, adiante das novas práticas societárias e não atrás. Tanto Portugal como Espanha, introduziram na década de 90 os seus primeiros códigos de governo das sociedades dirigidos, em 1.<sup>a</sup> instância, às sociedades cotadas nas bolsas de valores.

O esforço na criação de normas e condutas não se restringe somente a estes países, na verdade é comunitário e internacional na medida em que vemos o envolvimento de organismos como a OCDE que apresentam ao mundo os princípios de governo das sociedades que serão paradigmas para os órgãos de regulação e supervisão.

A análise do cumprimento das recomendações de governo da CMVM, por meio do código do IPCG, e da CNMV para as sociedades cotadas em Lisboa e Madrid, de 2018 a 2020, demonstra que o índice de cumprimento teve uma tendência crescente, nos três anos em análise, apesar da pandemia Covid-19, sendo a média do índice de cumprimento de 87,25% para Portugal e 88,13% para Espanha. Constatámos que as sociedades cotadas em Espanha tendem a cumprir mais as recomendações relativamente à Portugal, apesar da diferença ser inferior a 1%

Em Portugal, a empresa cotada que ocupa o pódio no que se refere ao melhor índice de cumprimento e divulgação é a SONAE, que pertence ao setor de bens de 1.<sup>a</sup> necessidade, e para Espanha a empresa Ezentis do setor das telecomunicações, ambos com grau de cumprimento médio de 100% nos três anos em análise na amostra. Em contraste, as sociedades que apresentam a média do índice de cumprimento mais baixo são a Teixeira Duarte para Portugal e a Minerales Y Productos Derivados para Espanha, ambas com 55,96% e 64,34%, respetivamente. Em termos de setores industriais, o setor da Energia, Gás e Petróleo é o que mais cumpre as recomendações, tanto em Portugal como em Espanha, na amostra em análise.

Deste modo, consideramos respondida a 1.<sup>a</sup> pergunta de investigação.

A tendência crescente do índice de cumprimento e divulgação, nos três anos em análise na amostra, poderá ser consequência do esforço das sociedades em mostrarem aos acionistas e às partes interessadas que são resilientes conseguindo assim suportar

situações adversas causadas pela pandemia. Pois que, a implementação pelos órgãos supervisores, designadamente do alargamento dos prazos para a remissão das informações, introdução de normas flexíveis relativamente a administração das sociedades e participação acionista à distância, entre outros, trouxe benefícios para as sociedades assim como a atualização dos códigos de governo realizada em 2020 em ambos os países.

Quanto às variáveis que influenciam o índice de cumprimento da informação de governo das sociedades, concluímos que correspondem à liquidez, a independência do CA, a diversidade de género e o país, sendo estatisticamente e positivamente significativas na análise global, com exceção do país que é negativa. Para a análise individual, as variáveis que influenciam o índice de cumprimento e divulgação de cada país são as variáveis ROA e endividamento que influenciam negativamente e são estatisticamente significativas, bem como a dimensão da empresa e a independência do CA que são positivamente e estatisticamente significativas para Portugal. Relativamente à Espanha, as variáveis que afetam o índice são a liquidez, a independência do CA e a diversidade de género que são estatisticamente e positivamente significativas. Consideramos assim, resolvida a 2.<sup>a</sup> questão de investigação.

Em conclusão, este estudo contribuirá para que as entidades de supervisão e as partes interessadas de ambos os países, particularmente os investidores e o público em geral, avaliem a comparação do índice de cumprimento das recomendações de governo das sociedades cotadas em Portugal e Espanha e tenham uma noção de como as empresas do país vizinho têm vindo a adotar as recomendações, particularmente em contexto de pandemia. A presente investigação permitirá ainda que as sociedades cotadas de ambos os países tenham uma ideia do grau de cumprimento das recomendações de governo das sociedades dos seus pares, internamente e além-fronteiras.

A que apontar as limitações encontradas ao logo da realização desta dissertação. Para a variável independência do CA e conselho de auditoria a base de dados Datastream não dispõe de informações para todas as sociedades cotadas analisadas. De igual modo, a amostra não inclui todas as sociedades cotadas em Portugal e Espanha. Pois, conforme já foi referido, nem todas divulgaram os relatórios de governo das sociedades para os três anos, faltando um ou outro ano, algumas optaram por seguir outros códigos de governo.

Os setores financeiros, imobiliário, desporto e saúde também não foram alvo de análise pelas razões já explicadas de complexidade normativa.



Como pista de investigação futura sugerimos o alargamento do horizonte temporal na análise comparativa entre Portugal e Espanha e até mesmo a inclusão de outros países e variáveis, tais como, sociais e ambientais, de modo a saber se influenciam o cumprimento e a divulgação de informação, bem como a análise dos setores não inseridos na amostra.



## Referências Bibliográficas

Abdallah, A. A. J., Musallam, J. Y. A., & Bader, A. (2020). The role of the audit committee in improving voluntary disclosure “field study on jordanian insurance companies”. *Review of Applied Socio-Economic Research*, 19(1), 5-16. Retrieved from [www.scopus.com](http://www.scopus.com)

Abdullah, W. A. W., Percy, M., & Stewart, J. (2015). Determinants of voluntary corporate governance disclosure: Evidence from islamic banks in the southeast asian and the gulf cooperation council regions. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(3), 262-279. doi:10.1016/j.jcae.2015.10.001

Abed, S., & Al-Najjar, B. (2016). Determinants of the extent of forward looking information: Evidence from UK before financial crisis. *Corporate Ownership and Control*, 13(3), 17-32. doi:10.22495/cocv13i3p2

Abreu, J. C. (2010). Corporate Governance em portugal. Em J. C. Abreu, M. J. Costeira, A. M. Rodrigues, & M. J. Costa, *Corporate Governance em portugal; O Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas Revisitado; Prestação de Contas e o Regime Especial de Inabilidade das Deliberações Previstas no Art. 69.º do CSC; A Fraude Fiscal como Crime de Aptidão. Facturas Falsas*. Coimbra: Almedina, S.A.

Adelopo, I. (2011). Voluntary disclosure practices amongst listed companies in nigeria. *Advances in Accounting*, 27(2), 338-345. doi:10.1016/j.adiac.2011.08.009

Adrian Cadbury. (1 de dezembro de 1992). Report of The Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance "Cadbury Report". (I. n. Press, Ed.) Londres. Obtido em 4 de abril de 2022, de <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/library/subjects/corporate-governance/financial-aspects-of-corporate-governance.ashx?la=en>

Aglietta, M., & Reberioux, A. (2005). *Corporate Governance Adrift: A Critique of Shareholder Value*. UK: Edward Elgar Publishing Limited.

Alareeni, B. A., & Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 20(7), 1409-1428. doi:10.1108/CG-06-2020-0258

Alfraih, M. M., & Almutawa, A. M. (2017). Voluntary disclosure and corporate governance: Empirical evidence from kuwait. *International Journal of Law and*

Management, 59(2), 217-236. doi:10.1108/IJLMA-10-2015-0052

Alyousef, L., & Alsughayer, S. (2021). The relationship between corporate governance and voluntary disclosure: The role of boards of directors and audit committees. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(4), 678-692. doi:10.13189/ujaf.2021.090414

Babío Arcay, M. R., & Muiño Vázquez, M. F. (2005). Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. doi:10.1016/S0882-6110(05)21013-1 Retrieved from [www.scopus.com](http://www.scopus.com)

BCE. (13 de julho de 2005). Annual Report: 2004. Frankfurt. Obtido em 21 de abril de 2022, de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2004en.pdf>

Boateng, R. N., Tawiah, V., & Tackie, G. (2022). Corporate governance and voluntary disclosures in annual reports: A post-international financial reporting standard adoption evidence from an emerging capital market. *International Journal of Accounting and Information Management*, 30(2), 252-276. doi:10.1108/IJAIM-10-2021-0220

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2013). *Princípios de Finanças Corporativas* (10.ª E ed.). São Paulo, Brasil: AMGH Editora Ltda.

Buertey, S., & Pae, H. (2021). Corporate governance and forward-looking information disclosure: Evidence from a developing country. *Journal of African Business*, 22(3), 293-308. doi:10.1080/15228916.2020.1752597

CMVM. (s.d.). *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*. Obtido em 27 de junho de 2022, de Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: [https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digoGoverno%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99\\_intro.aspx](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digoGoverno%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99_intro.aspx)

CMVM. (28 de outubro de 1999). *Comunicados*. Obtido em 25 de junho de 2022, de Comissão do Mercado de Valores Mobiliários: <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/19991028.aspx>

CNMV. (15 de July de 2016). *Technical guide on good practices for the application of the “comply or explain” principle*. Obtido em 27 de junho de 2022, de [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/GuiaCumplirExplicar\\_en.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/GuiaCumplirExplicar_en.pdf)

CNMV. (22 de Mayo de 2006). *Código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas*. Obtido em 3 de janeiro de 2022, de

[https://www.cnmv.es/Portal/~/\\_verDoc.axd?t={022d8e13-bc8c-44ea-902c-f29d53b46775}](https://www.cnmv.es/Portal/~/_verDoc.axd?t={022d8e13-bc8c-44ea-902c-f29d53b46775})

CNMV. (23 de junho de 2022). Inicio > Inversores y Educación Financiera > Glosario. Obtido de Comisión Nacional del Mercado de Valores: <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&term=Consejero%20dominical&idlang=1>

CNMV. (26 de Febrero de 1998). Código de buen gobierno. Obtido em 28 de dezembro de 2021, de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>

CNMV. (February de 2015). Good Governance Code of Listed Companies. Obtido em 5 de janeiro de 2022, de [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Good\\_Governanceen.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/Good_Governanceen.pdf)

CNMV. (June de 2020). Good Governance Code of Listed Companies Revised June 2020. Obtido em 7 de janeiro de 2022, de [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG\\_2020\\_ENen.PDF](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020_ENen.PDF)

CNMV. (Junio de 2013). Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Obtido em 3 de janeiro de 2022, de [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CUBGrefundido\\_JUNIO2013.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CUBGrefundido_JUNIO2013.pdf)

Cochran, P. L., & Wartick, S. L. (1988). Corporate Governance. A Review of the Literature. USA: Financial Executives Research Foundation.

Comisión Aldama. (8 de January de 2003). Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas. Obtido em 29 de dezembro de 2021, de [https://www.cnmv.es/Portal/~/\\_verDoc.axd?t={f7ea56f8-9654-498a-b824-9a6af02d70f2}](https://www.cnmv.es/Portal/~/_verDoc.axd?t={f7ea56f8-9654-498a-b824-9a6af02d70f2})

Comisión Olivencia. (Febrero de 26 de 1998). Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades. Obtido em 18 de dezembro de 2021, de <https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf>

Comissão Nacional de Mercado de Valores. (23 de junho de 2022). Inicio > Inversores y Educación Financiera > Glosario. Obtido de Comisión Nacional del Mercado de Valores: <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Glosario.aspx?id=0&term=Consejero%20dominical>

al&idlang=1

Cruz, J. C. (fevereiro de 2007). Governo e fiscalização das sociedades anónimas. Obtido em 10 de junho de 2022, de [https://www.occ.pt/downloads/files/1170779850\\_54a56.pdf](https://www.occ.pt/downloads/files/1170779850_54a56.pdf)

Del Carmen Briano-Turrent, G., & Poletti-Hughes, J. (2017). Corporate governance compliance of family and non-family listed firms in emerging markets: Evidence from Latin America. *Journal of Family Business Strategy*, 8(4), 237-247.

Dennis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). *Governance: An Internacional Perspective (Vol. II)*. UK: Edward Elgar Publishing Limited.

Ding, W., Levine, R., Lin, C., & Xie, W. (2021). Corporate immunity to the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Economics*, 141(2), 802-830. doi:10.1016/j.jfineco.2021.03.005

Elmarzouky, M., Albitar, K., & Hussainey, K. (2021). Covid-19 and performance disclosure: does governance matter?. *International Journal of Accounting & Information Management*.

Elmarzouky, M., Albitar, K., Karim, A. E., & Moussa, A. S. (2021). COVID-19 disclosure: a novel measurement and annual report uncertainty. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(12), 616.

Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345. doi:10.1016/S0278-4254(03)00037-1

Gallego-Álvarez, I., & Quina-Custodio, I. A. (2016). Disclosure of corporate social responsibility information and explanatory factors. *Online Information Review*, 40(2), 218-238. doi:10.1108/OIR-04-2015-011

Gomes, J. F. (27 de Dezembro de 2017). O novo Código de Governo das Sociedades do IPCG. *Book Revista de Direito das Sociedades*, 979-991. Obtido em 20 de Dezembro de 2021, de [http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202017-04%20\(979-991\)%20-%20Atualidade%20-%20Jos%C3%A9%20Ferreira%20Gomes%20-%20O%20novo%20C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%20do%20IPCG%20e%20a%20substitui%C3%A7%C3%A3o%20do%20C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%20do%20IPCG](http://www.revistadedireitodassociedades.pt/files/RDS%202017-04%20(979-991)%20-%20Atualidade%20-%20Jos%C3%A9%20Ferreira%20Gomes%20-%20O%20novo%20C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%20do%20IPCG%20e%20a%20substitui%C3%A7%C3%A3o%20do%20C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%20do%20IPCG)

González, M., Guzmán, A., Téllez, D. F., & Trujillo, M. A. (2021). What you say and how you say it: Information disclosure in latin american firms. *Journal of Business Research*, 127, 427-443. doi:10.1016/j.jbusres.2019.05.014

Hsu, Y. L., & Yang, Y. C. (2022). Corporate governance and financial reporting quality during the COVID-19 pandemic. *Finance Research Letters*, 102778.

IBGC. (2022). Governança Corporativa. Obtido em 31 de março de 2022, de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/governanca-corporativa>

ICAEW. (2022). What is corporate governance? Obtido em 8 de abril de 2022, de The Institute of Chartered Accountants in England and Wales: <https://www.icaew.com/technical/corporate-governance/principles/principles-articles/does-corporate-governance-matter>

IOSCO. (2016). Report on Corporate Governance. The Growth and Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commission - Final Report. Obtido em 15 de janeiro de 2022, de website [www.iosco.org](http://www.iosco.org)

IOSCO. (março de 24 de 2021). Statement on Going Concern Assessments and Disclosures during the COVID-19 Pandemic. Media release. Obtido em 29 de março de 2022, de <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD674.pdf>

IPCG. (1 de janeiro de 2018). Código de Governo das Sociedades 2018. Obtido em 10 de março de 2022, de <https://cgov.pt/images/ficheiros/cgs-europeus/portugal-pt.pdf>

IPCG. (13 de outubro de 2017). Protocolo entre a CMVM e o IPCG. Obtido em 15 de abril de 2022, de INSTITUTO PORTUGUÊS DE CORPORATE GOVERNANCE: <https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/protocolo-cmvm-ipcg.pdf>

IPCG. (18 de setembro de 2020). Código de Governo das Sociedades Cotadas Revisão de 2020. Obtido em 23 de março de 2022, de [https://cgov.pt/images/ficheiros/2020/revisao\\_codigo\\_pt\\_2018\\_ebook\\_copy\\_copy.pdf](https://cgov.pt/images/ficheiros/2020/revisao_codigo_pt_2018_ebook_copy_copy.pdf)

Jebran, K., & Chen, S. (2021). Can we learn lessons from the past? COVID-19 crisis and corporate governance responses. *International Journal of Finance & Economics*.

Jin, S., Gao, Y., & Xiao, S. (2021). Corporate Governance Structure and Performance in the Tourism Industry in the COVID-19 Pandemic: An Empirical Study of Chinese Listed Companies in China. *Sustainability*, 13(21), 11722.

Kandukuri, R., & Babu, P. R. (2016). Internal corporate governance structures and voluntary corporate governance disclosures - A case of india. *International Journal of Economic Research*, 13(4), 1437-1451. Retrieved from [www.scopus.com](http://www.scopus.com)

- Khandelwal, C., Kumar, S., Madhavan, V., Pandey, N. (2020). Do board characteristics impact corporate risk disclosures? The Indian experience. *Journal of Business Research*, (121)103-111. doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.08.004. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S014829632030494X>
- Khatib, S. F. A., & Nour, A. -. I. (2021). The impact of corporate governance on firm performance during the COVID-19 pandemic: Evidence from malaysia. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 943-952. doi:10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0943
- Le, T. T., & Nguyen, V. K. (2022). Effects of quick response to COVID-19 with change in corporate governance principles on SMEs' business continuity: Evidence in vietnam. *Corporate Governance (Bingley)*, doi:10.1108/CG-09-2021-0334
- Liu, Y., Saleem, S., Shabbir, R., Shabbir, M. S., Irshad, A., & Khan, S. (2021). The relationship between corporate social responsibility and financial performance: A moderate role of fintech technology. *Environmental Science and Pollution Research*, 28(16), 20174-20187. doi:10.1007/s11356-020-11822-9
- Nalukenge, I., Nkundabanyanga, S. K., & Ntayi, J. M. (2018). Corporate governance, ethics, internal controls and compliance with IFRS. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Nel, G., Scholtz, H., & Engelbrecht, W. (2022). Relationship between online corporate governance and transparency disclosures and board composition: Evidence from JSE listed companies. *Journal of African Business*, 23(2), 304-325. doi:10.1080/15228916.2020.1838831
- OCDE. (30 de junho de 2021). *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*. OECD Publishing. Paris. Obtido em 19 de janeiro de 2022, de OECD Publishing: <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>.
- OCDE. (6 de setembro de 2016). *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*, OECD Publishing. Obtido de OECD iLibrary is the online library of the Organisation for Economic Cooperation and Development: <https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>.
- Oliveira, H. (6 de março de 2020). Os 10 maiores escândalos empresariais dos últimos 20 anos. Obtido em 20 de janeiro de 2022, de VER - Valores, ética e Responsabilidade: <https://www.ver.pt/os-10-maiores-escandalos-empresariais-dos-ultimos-20-anos/>



Orihara, M., & Eshraghi, A. (2022). Corporate governance compliance and herding. *International Review of Financial Analysis*, 80 doi:10.1016/j.irfa.2022.102029

Ovelar-Fernández, W. D., del Mar Gálvez-Rodríguez, M., & Caba-Pérez, C. (2022). What determines the progress of online information access to banking corporate governance practices? the case of paraguay. *PLoS ONE*, 17(1 January) doi:10.1371/journal.pone.0262334

Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95. doi:10.1177/0974686217701467

Portugal. (1 de agosto de 2013). Regulamento n.º 4/2013. Obtido em 5 de janeiro de 2022, de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg>

Portugal. (1 de fevereiro de 2010). Regulamento n.º 1/2010. Obtido em 5 de janeiro de 2022, de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg>

Portugal. (12 de dezembro de 2001). Regulamento da CMVM n.º 07/2001. Obtido em 20 de dezembro de 2021, de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg>

Portugal. (18 de novembro de 2005). Regulamento da CMVM n.º 10/2005. Obtido em 21 de dezembro de 2021, de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg>

Portugal. (2 de dezembro de 2003). Regulamento da CMVM n.º 11/2003. Obtido em 20 de dezembro de 2021, de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg>

Portugal. (2 de setembro de 1986). Decreto Lei n.º 262/86. Código das Sociedades Comerciais. Obtido em 12 de abril de 2022, de [http://bdjur.almedina.net/citem.php?field=item\\_id&value=979084](http://bdjur.almedina.net/citem.php?field=item_id&value=979084)

Portugal. (21 de novembro de 2007). Regulamento da CMVM n.º 1/2007. Obtido em 3 de janeiro de 2022, de [https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg.2006\\_3.aspx?v=](https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg.2006_3.aspx?v=)

Portugal. (22 de outubro de 2020). Regulamento n.º 9/2020. Obtido em 27 de dezembro de 2021, de <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Regulamentos.aspx?pg>

Rodrigues, C. F. D. S., Lima, F. J. C. D., & Barbosa, F. T. (2017). Importance of using basic statistics adequately in clinical research. [Importância do uso adequado da estatística básica nas pesquisas clínicas] *Brazilian Journal of Anesthesiology*, 67(6), 619-625. doi:10.1016/j.bjan.2017.01.003

Rose, C. (2016). Firm performance and comply or explain disclosure in corporate governance. *European Management Journal*, 34(3), 202-222. doi:10.1016/j.emj.2016.03.003

Saggar, R., Arora, N., & Singh, B. (2022). Gender diversity in corporate boardrooms and risk disclosure: Indian evidence. *Gender in Management*, 37(2), 182-201. doi:10.1108/GM-06-2020-0174

Santos, João C. S. (2019) Cumprimento dos Requisitos de Divulgação da IAS 17 - Locações. Tese de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Universidade de Coimbra. <http://hdl.handle.net/10316/86770> [15 de abril de 2022].

Santos, M. M., Inácio, H. C., & Vieira, E. F. S. (2015). Governo das sociedades e a opinião do auditor: evidência portuguesa (2008-2011). *Revista Universo Contábil*, 11(3), 150-168.

Santos, Tatiana F. A. (2018) O Cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades: Uma Análise para as Empresas Cotadas Portuguesa. Tese de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Universidade de Coimbra. <http://hdl.handle.net/10316/84720>

Seebeck, A., & Vetter, J. (2022). Not just a gender numbers game: How board gender diversity affects corporate risk disclosure. *Journal of Business Ethics*, 177(2), 395-420. doi:10.1007/s10551-020-04690-3

Shakri, I. H., Yong, J., & Xiang, E. (2022). Does compliance with corporate governance

increase profitability? Evidence from an emerging economy: Pakistan. *Global Finance Journal*, 53, 100716.

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

Sousa, Andreia D. P. (2020) *Governança das Sociedades – análise comparativa entre as empresas portuguesas e espanholas cotadas em Bolsa*. Dissertação de Mestrado em Auditoria. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. <http://hdl.handle.net/10400.22/17409>

Tosun, O. K. (2021). Changes in corporate governance: Externally dictated vs voluntarily determined. *International Review of Financial Analysis*, 73 doi:10.1016/j.irfa.2020.101608

U-DIN, S. (2021). The Corporate Governance Models for Bankks: A Comparative Study. *Studies in Business & Economics*, 16(1).

USA. (30 de julho de 2002). Sarbanes-Oxley Act of 2002. Corporate Responsibility. Public Law 107–204. Obtido em 4 de abril de 2022, de [https://pcaobus.org/About/History/Documents/PDFs/Sarbanes\\_Oxley\\_Act\\_of\\_2002.pdf](https://pcaobus.org/About/History/Documents/PDFs/Sarbanes_Oxley_Act_of_2002.pdf)

Victorino, Samuel Carlos (2021) *Compêndio de Estatística Aplicada*. Porto Alegre: Simplíssimo, [https://books.google.pt/books?id=Sz1KEAAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=livros+de+estatistica+pdf+gratis&hl=pt-PT&sa=X&redir\\_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.pt/books?id=Sz1KEAAAQBAJ&printsec=frontcover&dq=livros+de+estatistica+pdf+gratis&hl=pt-PT&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false) [12 de junho de 2022].

Watson, R. (2005). *Governance and Ownership*. UK: Edward Elgar Publishing Limited.

Wikimedia Foundation, Inc. (20 de janeiro de 2022). Wikipedia - The Free Encyclopedia. Obtido de List of corporate collapses and scandals: [https://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_corporate\\_collapses\\_and\\_scandals#cite\\_note-hist-6](https://en.wikipedia.org/wiki/List_of_corporate_collapses_and_scandals#cite_note-hist-6)

Xi, C. (2021). Shareholder Voting and COVID-19: The China Experience. *The Chinese Journal of Comparative Law*, 9(2), 125-156.

Xuguang, Z., Ahmad, M. I., Ueng, J., & Ramaswamy, V. (2021). Board attributes and corporate philanthropy behavior during COVID-19: A case from china. *Journal of*

Corporate Accounting Camp; Finance, 32(3), 61-67. doi:10.1002/jcaf.22499

Zattoni, A., & Pugliese, A. (2021). Corporate Governance Research in the Wake of a Systemic Crisis: Lessons and Opportunities from the COVID-19 Pandemic. *Journal of Management Studies*, 58(5), 1405-1410.

Zetsche, D. A., Anker-Sørensen, L., Consiglio, R., & Yeboah-Smith, M. (2021). Enhancing virtual governance: Comparative lessons from COVID-19 company laws. *Journal of Corporate Law Studies*, doi:10.1080/14735970.2021.1977453

## Anexos

### Anexo 1 - Modelo 1: Mínimos Quadrados de amostragem ("Pooled OLS"), usando 123 observações

Incluídas 43 unidades de secção-cruzada  
Comprimento da série temporal: mínimo 2, máximo 3  
Variável dependente: IndCumprDivGlobal

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
const	0,727836	0,0485042	15,01	<0,0001	***
ROA	-0,0612677	0,182955	-0,3349	0,7383	
ROE	-0,0209663	0,0499823	-0,4195	0,6757	
Liquidez	0,0214572	0,00878340	2,443	0,0161	**
Endividamento	-0,0011782	0,00190847	-0,6174	0,5382	
	5				
DimensAo	0,00694675	0,00518408	1,340	0,1830	
TamanhoCA	0,00233782	0,00229994	1,016	0,3116	
IndependAnciaC	0,114046	0,0329631	3,460	0,0008	***
A					
DiversidadeGAnero	0,126559	0,0580499	2,180	0,0314	**
CAuditoria	0,0139605	0,0263212	0,5304	0,5969	
MQR	0,0101614	0,0138014	0,7363	0,4631	
PaAs	-0,0307108	0,0150490	-2,041	0,0437	**
Média var. dependente	0,913059	D.P. var. dependente	0,071054		
Soma resíd. quadrados	0,462802	E.P. da regressão	0,064571		
R-quadrado	0,248619	R-quadrado ajustado	0,174158		
F(11, 111)	3,338910	valor P(F)	0,000532		
Log. da verosimilhança	168,8029	Critério de Akaike	-313,6058		
Critério de Schwarz	-279,8596	Critério Hannan-Quinn	-299,8982		
rho	0,648467	Durbin-Watson	0,384266		

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 4 (ROA)

### Anexo 2 - Factores de Inflaccionamento da Variância (VIF)

Valor mínimo possível = 1,0

Valores > 10,0 podem indicar um problema de colinearidade

ROA	2,450
ROE	2,026
Liquidez	1,311
Endividamento	1,248
DimensAo	1,532
TamanhoCA	1,401
IndependAnciaCA	1,312
DiversidadeGAnero	1,172
CAuditoria	1,527
MQR	1,217
PaAs	1,485

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$ , onde  $R(j)$  é o coeficiente de correlação múltipla entre a variável  $j$  e a outra variável independente

### Anexo 3 - Teste normalidade dos resíduos - modelo OLS

Distribuição de frequência para uhat1, observações 1-237  
 número de classes = 11, média = 1,80524e-018, desvio padrão = 0,0645708

intervalo	ponto médio	frequência	rel.	acum.
< -0,1878	-0,2034	1	0,81%	0,81%
-0,1878 - -0,1566	-0,1722	2	1,63%	2,44%
-0,1566 - -0,1253	-0,1409	4	3,25%	5,69% *
-0,1253 - -0,09403	-0,1097	5	4,07%	9,76% *
-0,09403 - -0,06277	-0,07840	10	8,13%	17,89% **
-0,06277 - -0,03150	-0,04714	4	3,25%	21,14% *
-0,03150 - -0,0002426	-0,01587	20	16,26%	37,40% *****
-0,0002426 - 0,03102	0,01539	38	30,89%	68,29% *****
0,03102 - 0,06228	0,04665	24	19,51%	87,80% *****
0,06228 - 0,09354	0,07791	14	11,38%	99,19% ****
>= 0,09354	0,1092	1	0,81%	100,00%

Observações omissas = 114 (48,10%)

Teste para a hipótese nula de distribuição normal:  
**Qui-quadrado(2) = 38,499 com valor p 0,00000**