



Diogo Miguel Batista da Torre Travassos

Efeito da independência dos membros do Conselho  
de Administração na assimetria de informação:  
evidência das entidades do PSI-20

Relatório de estágio apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra com  
vista à obtenção de grau de Mestre em Contabilidade e Finanças

Coimbra, 2017



UNIVERSIDADE DE COIMBRA





FEUC FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Diogo Miguel Batista da Torre Travassos

Efeito da independência dos membros do Conselho de Administração na assimetria de  
informação: evidência das entidades do PSI-20

Relatório de estágio do Mestrado em Contabilidade e Finanças na especialidade do  
Governo das Sociedades apresentado à Faculdade de Economia da Universidade de  
Coimbra para obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças

Orientadores: Prof. Doutora Ana Maria Gomes Rodrigues e Prof. Doutor Helder Miguel  
Correia Virtuoso Sebastião

Coimbra, 2017

*Imagem de Paul Klee (1929): Estrada Principal e Estradas Secundárias*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço em primeiro lugar à minha supervisora de estágio Antónia Domingues, bem como aos restantes elementos da Basilconta pela prestabilidade e acompanhamento proporcionado durante o período de estágio.

Agradecer aos meus orientadores de relatório de estágio, Prof. Dra. Ana Maria Rodrigues e Prof. Dr. Helder Sebastião por me terem conduzido e enriquecido o meu percurso académico e pela sua dedicação e colaboração nestes dois anos de mestrado.

## **Resumo**

Este estudo contribui para a literatura relativa ao Governo das Sociedades ao evidenciar a função de administradores não-executivos independentes na redução da assimetria de informação nas sociedades abertas portuguesas. Recorrendo a uma amostra composta por treze empresas, atualmente listadas no PSI-20, demonstra-se que administradores não-executivos independentes possuem um papel preponderante na redução da assimetria de informação entre investidores. Todavia, os resultados dos testes de robustez salientam que a diminuição da assimetria de informação apenas se manifesta em empresas que incorporam Conselhos de Administração dominados por administradores independentes, revelando que somente uma maioria independente encontra-se capacitada para enaltecer a divulgação de informação capaz de reduzir o desnível informacional entre investidores. Diversos estudos indicam que a elevada concentração do capital social e a insuficiente proteção legal e regulatória dos acionistas minoritários e investidores independentes (ambos fatores prevaletentes na realidade das sociedades abertas portuguesas) são preponderantes na mitigação dos benefícios provindos de uma supervisão mais objetiva e imparcial protagonizada por administradores independentes. Os resultados deste estudo parecem corroborar esta visão.

De modo geral, os resultados elucidam a importância das sociedades abertas disporem de órgãos do Governo das Sociedades independentes. A anterior recomendação produzida pela CMVM sugere que pelo menos um quarto dos elementos do Conselho de Administração deve ser independente. Sendo que o problema de agência entre acionista majoritário e acionista minoritário é vincado perante condições de assimetria de informação, resultados aventam que a anterior recomendação não tenha produzido efeito sobre a limitação dos custos de agência.

**Palavras-chave:** Governo das Sociedades; assimetria de informação; administrador independente; controlo societário; acionista minoritário.

## **Abstract**

This study contributes to the Corporate Governance literature by evidencing the function of non-executive independent directors on the limitation of information asymmetry in a Portuguese context. Based on a sample constituted by thirteen Portuguese public firms, currently listed on the PSI-20 stock index, we show that the non-executive independent directors have a preponderant role in the reduction of the information asymmetry between investors. However, the results from the robustness tests stress that the decrease of the information asymmetry is only manifested in firms that incorporate a Board of Directors dominated by independent directors, revealing that solely an independent majority is capable of improving information disclosure and consequently limiting the information asymmetry. Various studies indicate that high capital concentration and weak independent investors laws (both relevant in Portuguese framework) are preponderant in mitigating the benefits associated to the objective and impartial supervision performed by independent directors. The results of this study support this claim.

Overall, the results clarify the importance of public firms disposing independent Corporate Governance bodies. The last recommendation produced by CMVM suggested that at least one-fourth of the director's Board should be independent. Arguably, agency problems between the majority shareholder and the minority shareholders are stressed by information asymmetry conditions, results imply that the last recommendation didn't produce any effect on the limitation of agency costs.

**Keywords:** Corporate Governance; information asymmetry; independent director; corporate control; minority shareholder.

# Índice

<b>Resumo</b> .....	iii
<b>Abstract</b> .....	iv
<b>Lista de acrónimos e siglas</b> .....	vii
<b>Lista de tabelas</b> .....	ix
<b>1. Introdução</b> .....	1
<b>Contexto de investigação</b> .....	1
<b>Justificação do tema de investigação</b> .....	3
<b>Método de investigação</b> .....	3
<b>Resultados e breve análise</b> .....	4
<b>Estrutura do relatório</b> .....	4
<b>2. O estágio</b> .....	6
<b>2.1. Apresentação da entidade de acolhimento</b> .....	6
<b>2.2. Atividades desenvolvidas</b> .....	7
<b>2.3. Análise crítica do estágio</b> .....	16
<b>3. O estudo aplicado</b> .....	18
<b>3.1. Revisão de literatura</b> .....	18
<b>3.1.1. O problema de agência no contexto europeu continental e nacional.</b>	19
<b>3.1.2. Papel do administrador independente nas sociedades de capital aberto</b>	23
<b>3.1.3. Definição de administrador independente</b> .....	27

3.1.4. Formulação da hipótese de investigação .....	32
3.2. Método de investigação .....	33
3.2.1. Amostra .....	33
3.2.2. Definição das variáveis.....	35
3.2.3. Modelo de estimação .....	40
3.2.4. Descrição da amostra .....	41
3.3. Resultados e análise empírica .....	47
3.3.1. Testes de robustez.....	51
4. Conclusão .....	56
Referências bibliográficas .....	58



## **Lista de acrónimos e siglas**

CAE - Classificação Atividades Económicas

CEO - *Chief Executive Officer*

CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

CIRS - Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares

CIVA - Código de Imposto sobre Valor Acrescentado

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CMVMC - Custo das Mercadorias Vendidas e das Matérias Consumidas

DRI - Declaração de Remunerações por Internet

FCT - Fundo de Compensação de Trabalho

GAAP - *Generally Accepted Accounting Principles*

IES - Informação Empresarial Simplificada

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*

OCC – Ordem dos Contabilistas Certificados

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA - Oferta Pública de Aquisição

PEC – Pagamento Especial por Conta

Nasdaq - National Association of Securities Dealers Automated Quotations

NC-ME - Norma Contabilística para Microentidades

NCRF-PE - Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades

SAF-T - *Standard Audit File for Tax Purposes*

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SIG - *Software Integrado de Gestão*

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

TPA - Terminal de Pagamento Automático

## Lista de tabelas

Tabela 1: Empresas que compõem a amostra.....	34
Tabela 2: Descrição das variáveis .....	39
Tabela 3: Estatísticas descritivas .....	41
Tabela 4: Médias e (desvios-padrão) das variáveis RACIND, UNI e TCONS de cada empresa.....	42
Tabela 5: Médias e (desvios-padrão) das variáveis RACIND, UNI e TCONS relativas a cada ano .....	43
Tabela 6: Matriz de correlação entre as séries temporais dos resíduos .....	44
Tabela 7: Matriz de correlação entre as variáveis do modelo .....	46
Tabela 8: Regressões em painel da assimetria de informação sobre a independência do Conselho de Administração (1) .....	47
Tabela 9: Regressões em painel da assimetria de informação sobre a independência do Conselho de Administração (2) .....	49
Tabela 10: Regressões em painel da assimetria de informação sobre a independência do Conselho de Administração (teste de robustez 1) .....	51
Tabela 11: Regressões em painel da assimetria de informação sobre o rácio de independência do Conselho de Administração (teste de robustez 2) .....	53



# 1. Introdução

## **Contexto de investigação**

A Boa Governança promove relações de *accountability* entre os participantes primários da vida económica da empresa, ao invocar responsabilidades na administração executiva e nos agentes que detêm a capacidade para influenciar o rumo da entidade, nomeadamente acionistas dominantes. O Conselho de Administração é o órgão que certifica que a atuação dos gestores/administradores executivos se encontra alinhada com os interesses de acionistas e que as atividades prosseguidas pelo órgão executivo se encontram associadas à valorização económica da entidade (Blue Ribbon Committee, 1999, p. 1078).

Senso comum dita que administradores sem quaisquer conexões familiares, financeiras, ou outro género de ligações comprometedoras da sua autonomia, encontram-se aptos para desempenhar as suas funções de forma mais objetiva e justa, possibilitando uma supervisão menos enviesada das atividades prosseguidas pelos restantes administradores. Neste sentido, administradores independentes assumem o papel de moderadores e disciplinadores em função da expectativa que investidores possuem do seu papel e por consolidação da sua reputação como administradores empenhados e diligentes (Fama & Jensen, 1983; Fich & Shivdasani 2007; Jiang *et al.*, 2015).

Tendo em vista que a divulgação de informação e transparência corporativa formam a pedra angular do Governo das Sociedades, entendemos que administradores independentes podem reforçar a sua posição e visibilidade através da divulgação e comunicação a todos acionistas e investidores de informação respeitante à entidade. Por forma a demonstrar o seu esmero e comprometimento com o interesse dos acionistas, administradores independentes devem impelir os restantes órgãos societários, e em especial a Comissão Executiva da sociedade, a reconhecer a importância da divulgação voluntária de informação (Chen & Jaggi, 2000; Ajinkya *et al.*, 2005; Patelli & Prencipe, 2007; Goh *et al.*, 2016). Por sua vez, maior transparência conduz a maior interesse e

acompanhamento preconizado por analistas financeiros, que por seu turno origina maior escrutínio por parte da comunicação social e público em geral (Li & Kiat, 1999).

Dahya *et al.* (2008) revelam que a nomeação de administradores independentes permite colmatar as deficiências do sistema legal na proteção de acionistas minoritários e reforçar o valor da empresa na presença de um acionista maioritário. No entanto, outros estudos exploram a hipótese que os benefícios associados à monitorização protagonizada por Conselhos de Administração independentes possam não ser significativos, ou pelo menos atenuados, por força da presença de um acionista maioritário ou devido à elevada concentração de participações sociais (Li *et al.*, 2015; Park & Shin, 2004). Esta é sem dúvida uma preocupação deste estudo, dado que a concentração do capital social é notória no que concerne as sociedades cotadas portuguesas (Faccio & Lang, 2002; CMVM, 2014).

Outro fator que merece a nossa advertência diz respeito ao grau proteção dos acionistas minoritários, sendo que de acordo com perfil económico mais recentemente divulgado pelo World Bank (2017), Portugal encontra-se na retaguarda dos países mais ricos da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OECD *high income*) e, inclusivamente, atrás de países europeus congéneres como a Espanha, Itália e Grécia.

Este cenário de elevada concentração de participações sociais e reduzida proteção dos acionistas minoritários oferece um novo contexto para testar o impacto da atividade desempenhada por administradores independentes. Kanagaretnam *et al.* (2007) e Goh *et al.* (2016) demonstram que maiores proporções de administradores independentes no Conselho restringem a assimetria de informação entre *insiders* (administradores, administradores executivos e acionistas influentes) e *outsiders* (acionistas minoritários, investidores independentes) no conjunto das empresas cotadas norte-americanas. Este estudo pretende aferir se os resultados evidenciados pelos estudos de Kanagaretnam *et al.* (2007) e Goh *et al.* (2016) prevalecem perante um contexto de elevada concentração de capital social e fraca proteção do acionista minoritário.

## **Justificação do tema de investigação**

O estudo inserido neste relatório debruça-se sobre o efeito da independência do Conselho de Administração na limitação da assimetria de informação. A contabilidade constitui um meio de comunicação pelo qual a empresa se organiza e desenvolve como entidade sociocultural, assente em diversos vetores de divulgação e de proximidade que poderão contribuir para a sua aceitação e credibilidade. O esclarecimento proporcionado pelas demonstrações financeiras é determinante na avaliação que sócios fazem da prestação económica da sua empresa. No entanto, a experiência desenvolvida em contexto de trabalho permitiu-me constatar, que embora fundamentais, as demonstrações financeiras não constituem um único veículo de comunicação e articulação entre a empresa e os respetivos sócios. Assim, organizações devem adotar um conjunto diversificado de mecanismos do Governo das Sociedades, entre os quais destaco, a nomeação de administradores independentes. Considerando a sua pertinência para o desenvolvimento de matérias relacionadas com o Governo das Sociedades em contexto nacional, dado o interesse pessoal e tendo em linha de conta a escassez de tempo para um trabalho de investigação mais aprofundado, optei por me dedicar a este tema, em virtude do mesmo constituir uma mais-valia formativa que vai ao encontro e consolida conhecimentos adquiridos no âmbito do plano curricular do mestrado em Contabilidade e Finanças, não deixando, concomitantemente, de me facultar novas perspetivas sobre os desafios intrínsecos à dinâmica dos contextos empresariais.

## **Método de investigação**

O presente estudo recorre a uma amostra constituída por treze empresas do PSI-20, compreendendo os anos de 2012 a 2015, com o propósito de averiguar implicações da independência do Conselho de Administração sobre a assimetria de informação. São introduzidas, para esse efeito, três *proxies* de assimetria de informação inéditas - a média dos resíduos associados às séries temporais da percentagem de *spread bid-ask*, volatilidade e volume de transação. O objetivo é captar os momentos em que o mercado toma conhecimento da incidência do *inside trading*, entrando num processo dinâmico de assimilação de informação privilegiada que perturbará a normalidade de certos elementos da microestrutura financeira. Os dados respeitantes às séries temporais provêm da base de dados *Datastream*.

Já os dados relativos à composição do Conselho de Administração são recolhidos de forma manual e refletem a composição do Conselho de Administração no dia 31 de dezembro descritas de acordo com o Relatório & Contas e o Relatório do Governo das Sociedades e consultados nos respetivos sítios da internet institucionais.

Após cálculo dos resíduos das séries temporais através de processos autorregressivos, procede-se ao cálculo da sua média para cada ano. Os dados são, por fim, organizados em painel, correspondendo a treze unidades de secção cruzada e quatro intervalos de tempo. No total, a amostra conta com 52 observações coincidindo com quatro observações dos anos 2012, 2013, 2014 e 2015, para cada uma das treze empresas (13 x 4).

## **Resultados e breve análise**

Resultados empíricos decorrentes da regressão em painel denunciam que Conselhos de Administração constituídos por pelo menos 50% de administradores não-executivos independentes são preponderantes na redução da assimetria de informação entre investidores. Hipótese essa que é reforçada pelo conjunto de testes de robustez conduzidos neste estudo. Todavia, quando substituímos a variável explicativa da independência do Conselho de Administração pela proporção de administradores não-executivos independentes, verificamos que o seu coeficiente perde significância estatística. Uma possível explicação prende-se com a concentração de capital social e a reduzida proteção proporcionada pelo sistema legal a investidores independentes moderar os benefícios da nomeação de administradores independentes para o Conselho de Administração.

## **Estrutura do relatório**

Este relatório de estágio encontra-se estruturado em duas partes: a primeira referente ao estágio curricular e a segunda alusiva ao estudo empírico aplicado neste relatório.

A primeira parte, O estágio, contempla uma breve apresentação da entidade de acolhimento, expõe as atividade desenvolvidas em contexto de trabalho, incluindo, por



último, uma análise crítica. A segunda parte, O estudo, compreende uma revisão de literatura elucidativa do papel do administrador independente num cenário de conflitos de agência entre acionistas majoritários/administradores executivos e acionistas minoritários e como a redução da assimetria de informação entre estes últimos é relevante para a aceção da *performance* do administrador independente. Expostas todas considerações pertinentes neste estudo, formulamos a nossa hipótese de investigação. O ponto 3.2., Metodologia de investigação, debruça-se sobre a composição e caracterização da amostra, das variáveis dependentes e explicativas. Referimos também o método de recolha de dados e formulamos os modelo econométrico de maior relevância para o nosso estudo. O ponto 3.3., Resultados e análise empírica, contempla a apresentação e interpretação dos resultados projetados pelas regressões em painel, incluindo, igualmente, uma série de testes com vista a uma discussão mais ampla dos resultados anteriormente obtidos. Por último, terminamos este relatório com uma conclusão onde são tecidas considerações finais relativas à análise empírica dos resultados obtidos e referidas possíveis implicações relacionadas com o Governo das Sociedades em contexto nacional.

## 2. O estágio

O estágio curricular decorreu durante os dias 27 de fevereiro e 24 de julho num escritório de contabilidade e teve como finalidade proporcionar um primeiro contato com realidade da contabilidade e fiscalidade. Este capítulo contém uma breve apresentação da entidade de acolhimento, a Basilconta, referências às atividades e tarefas desenvolvidas e um balanço final do estágio.

### 2.1. Apresentação da entidade de acolhimento

A Basilconta – Contabilidade e Fiscalidade, Lda. (doravante designada de Basilconta) é uma sociedade por quotas com um capital social de 5.000,00€, dividido de forma equitativa pelos dois sócios: o sócio António Basílio Simões Dinis detém 50% do total de quotas e a restante metade pertence à sócia Ana Paula Gonçalves dos Santos. A entidade iniciou a sua atividade a 1 de março de 1994 e encontra-se registada na Conservatória do Registo Comercial de Coimbra sob o número 503177636. A Basilconta possui como objeto social a atividade de contabilidade e consultoria fiscal, CAE (Rev. 3) 69200, exercendo a sua atividade, atualmente, na Avenida Fernão Magalhães, nº 153, 3º andar, sala 9, em Coimbra.

Em virtude da sua reduzida dimensão, a Basilconta enquadra-se no conceito de microentidade à luz dos critérios consagrados no nº 1 do artigo 9º do Decreto-Lei n.º 98/2015 que estipula os seguintes limites máximos:

- a) Total do balanço: € 350.000.
- b) Volume de negócios líquido: € 700.000.
- c) Número médio de empregados durante o ano: 10.

A entidade possui uma carteira de clientes composta por 48 entidades que exercem as mais diversas atividades, nomeadamente, comércio de produtos farmacêuticos, serviços médicos, mediação imobiliária, restauração e instalação e montagem de equipamentos elétricos. Trinta e oito entidades enquadram-se no conceito de microentidade e adotam a NC-ME (Normas Contabilísticas para Microempresas), enquanto as restantes dez entidades são descritas como pequenas empresas e aplicam,

consequentemente, a Norma Contabilística e de Relato Financeiro para Pequenas Entidades (NCRF-PE).

Os recursos humanos da Basilconta são compostos por cinco elementos: o sócio António Basílio Simões Dinis, a sócia-gerente Ana Paula Gonçalves dos Santos e mais três colaboradores, Sandra Santos, João Madeira e Antónia Domingues. Cada colaborador auxilia nas atividades inerentes à contabilidade e fiscalidade do conjunto de entidades clientes.

Os programas informáticos utilizados pelo pessoal da Basilconta consistem no *Software* Integrado de Gestão (SIG), GIM.32 para a gestão do imobilizado e GRB.32 para as entidades que não estão obrigadas a possuir contabilidade organizada. A Basilconta, para efeitos de emissão de faturas, recibos e notas de débito e crédito, recorre ao programa *online* “TOC online” disponibilizado pela OCC.

A Basilconta possui quatro computadores de secretária ligados em rede a partir de um servidor, de modo a permitir que a informação esteja sempre acessível a qualquer um dos colaboradores. Para além dos *softwares* acima mencionados, a entidade utiliza também as ferramentas do *office*, nomeadamente *word* para a redação de documentos e *excel* para cálculos de apoio e construção de mapas e tabelas.

## **2.2. Atividades desenvolvidas**

### *2.2.1. Receção e organização dos documentos de natureza contabilística e fiscal*

O processo contabilístico tem por base os diversos documentos que sustentam as operações realizadas pela empresa, fundamentando e comprovando a sua exatidão, ocorrência e autenticidade. Entre os documentos essenciais no processamento da contabilidade destacam-se a fatura, a fatura simplificada, a fatura/recibo, as notas de crédito e débito e por último a guia de transporte. Como atividade introdutória, realizei a conferência e separação dos documentos anteriormente referidos com base nos movimentos contabilísticos que os encerram. Para esse efeito, a minha supervisora de estágio sugeriu-me a distribuição dos diversos documentos pelos seguintes diários: diário de caixa, diário de compras, diário de vendas e diário de operações diversas. Sendo que:

- o diário de caixa compreende todas as faturas quitadas através de numerário;

- o diário de compras agrupa todas as faturas, notas de crédito e débito provenientes de compras, nomeadamente de bens e serviços (à exceção de eletricidade, combustíveis, água, comunicações e seguros), que não sendo extintas a pronto pagamento, constam em conta corrente fornecedores (221 - Fornecedores c/c);
- o diário de vendas abrange todas as faturas, notas de crédito e débito decorrentes de vendas, principalmente de mercadorias ou da prestação de serviços, que não são liquidadas a pronto pagamento e logo se encontram em conta corrente clientes (211 - Clientes c/c);
- o diário de operações diversas é composto maioritariamente por todo o tipo de documentos cujo pagamento foi realizado através de transferência bancária (conta 12 – Depósitos à ordem). Consideram-se notas relativas ao processamento de remunerações, recibos de rendas, faturas referentes a despesas com refeições, eletricidade, combustíveis, água, comunicações e seguros, recibos verdes e comissões provenientes do uso do terminal de pagamento automático (TPA) como documentos classificados como “diversos”.

Para além dos diários acima mencionados, a Basilconta constituiu para cada empresa um dossiê fiscal compreendendo documentação relativa às obrigações fiscais e outras obrigações perante o Estado. Inclui os documentos referentes ao encerramento de contas como a Informação Empresarial Simplificada (IES), a Declaração de Rendimentos modelo 22, mapas de modelo oficial como a modelo 30 – Mapa de provisões, Perdas por Imparidade em Créditos e Ajustamentos em Inventários, a modelo 31 – Mapa de Mais-valias e Menos-valias e a modelo 32 – Mapa de Depreciações e Amortizações. Integra também toda a documentação respeitante às retenções na fonte, imposto de selo, declaração periódica de IVA, mapas recapitulativos de clientes e fornecedores, ficheiro SAF-T PT,<sup>1</sup> mapas de reconciliação bancária, a declaração modelo 10 (Rendimentos e Retenções — Residentes) aprovada pela Portaria n.º 383/2015 de 26 de outubro e finalmente o relatório de gestão de cada entidade.

Os diários contabilísticos a utilizar variam em função da natureza, dimensão, complexidade e necessidades de cada entidade.

---

<sup>1</sup> Para uma melhor compreensão, o ficheiro SAF-T PT (abreviatura para “*Standard Audit File for Tax Purposes – Versão Portuguesa*”) consiste num ficheiro normalizado que permite exportar um conjunto predefinido de registos contabilísticos, num formato legível e comum, reunindo documentação fiscalmente relevante, nomeadamente, documentos relativos a vendas e compras como faturas, faturas simplificadas, faturas-recibo, notas de débito e notas de crédito.

### *2.2.2. Classificação contabilística e lançamento dos documentos no sistema informático*

O lançamento como procedimento contabilístico inicia-se com a inscrição, no próprio documento e a esferográfica vermelha, das contas a debitar e a creditar. Posteriormente, no *Software Integrado de Gestão (SIG)* decorre o seu processamento e registo. Num lançamento existem elementos essenciais que devem ser devidamente discriminados, nomeadamente o título ou cabeçalho (nome das contas movimentadas), histórico (descrição da operação), a(s) importância(s) envolvidas (quantitativos correspondentes às variações operadas nas contas movimentadas), data e o número de lançamento.

### *2.2.3. Reconciliação bancária*

A reconciliação bancária consiste num processo de confrontação e ajustamento entre os movimentos registados no extrato bancário e os movimentos contabilísticos gravados no SIG, sendo desempenhada mensalmente na Basilconta. O objetivo final é obter um saldo reconciliado igual, expurgando as diferenças, ainda que temporárias, entre ambas as realidades e revelar erros ou omissões.

Para esse propósito, é solicitado o extrato bancário à empresa, sendo que após a sua receção, o mesmo é confrontado com os movimentos apresentados pelo balancete parametrado da conta 12 (Depósitos à ordem). Assim, são registados no mapa de reconciliação bancária, que consiste numa de folha cálculo, os movimentos a débito e crédito não contabilizados pela empresa (por exemplo a devolução do cheque por parte do banco não registado na contabilidade), bem como os movimentos a débito e crédito não evidenciados pelo extrato bancário (por exemplo transferências de clientes não registadas pelo banco). Todos os movimentos sem correspondência entre os dois registos são discriminados pelo seu valor, data e tipificados pelo evento que deu origem à transação.

Seguidamente, procede-se ao teste de reconciliação, consistindo na soma do saldo evidenciado no extrato bancário, com os valores dos movimentos a débito não registados na contabilidade e movimentos a crédito não registados pela entidade bancária. São posteriormente subtraídos os valores respeitantes a movimentos a crédito

não revelados pela contabilidade e movimentos a débito não registados pela entidade bancária. Após estes cálculos, o saldo presente no extrato bancário deverá estar conciliado com o saldo patente na contabilidade.

#### 2.2.4. *Admissão de novo trabalhador e processamento de vencimentos*

Antes do processamento de salários, sinaliza-se a obrigatoriedade de cumprir com determinados requisitos no momento de contratação de um novo trabalhador. Assim a admissão de novo trabalhador requer a efetivação de três pontos prévios: a inscrição na Segurança Social Direta, comunicação ao Fundo de Compensação de Trabalho (FCT) e preenchimento de uma ficha individualizada no *software* informático SIG

Após a admissão do novo trabalhador e com o desenrolar da atividade revela-se a necessidade de processar vencimentos. Para a sua concretização, é indispensável informação adicional para além da contida no programa informático SIG. Esta provém da própria empresa que disponibiliza à Basilconta as referências relativas a componentes variáveis das remunerações tais como: mapas de ajudas de custo para deslocações mensais, mapa com número de horas extraordinárias mensais, subsídio de refeição, vales de refeição, prémios e faltas justificadas ou não justificadas. A finalidade é computar o vencimento bruto e, por último, determinar as retenções para a segurança social, retenções sobre o rendimento das pessoas singulares, contribuições sindicais (optativo) e o vencimento líquido do colaborador.

A Declaração Mensal de Remunerações permite o cumprimento da obrigação declarativa dos vencimentos de trabalhadores, gerentes e sócios-gerentes. O programa informático SIG é compatível com o *software* exigido pela Segurança Social para efeitos de processamento automático da Declaração de Remunerações por Internet (DRI). Com o intuito de aferir a fidedignidade da informação contida na DRI, a Basilconta executa a sua verificação através da aplicação disponibilizada pela Segurança Social Direta. Este programa comunica se a DRI contém algum erro funcional. A entrega da DRI é realizada, obrigatoriamente, entre os dias 1 e 10 do mês seguinte aquele a que diga respeito.

### 2.2.5. *Operações de Fim de Exercício*

Consumado o registo no SIG de todas operações respeitantes ao ano civil, encontra-se a Basilconta na condição de iniciar o longo processo de encerramento de contas. Este ponto pretende, assim, expor todas as operações e atividades realizadas durante o período de encerramento de contas.

Entre os procedimentos de fim de período desempenhados na Basilconta, referentes ao exercício anual de 2016, destacam-se:

1. Conferências e reconciliações dos depósitos bancários, empréstimos, contas correntes de clientes, fornecedores e Estado e outros entes público.
2. Estimativa do subsídio de férias e subsídio de natal.
3. Reconhecimento e lançamento dos acréscimos e diferimentos.
4. Cálculo e lançamento das depreciações e amortizações do imobilizável.
5. Estimativa de imposto e respetivo registo contabilístico.
6. Preenchimento da Informação Empresarial Simplificada (IES).

O primeiro procedimento consiste na conceção do balancete provisório. Este balancete serve de ponto de partida para a conferência das contas correntes de clientes, fornecedores e Estado e outros entes público, determinando se o saldo devedor ou credor é fidedigno. Nesta circunstância, são verificadas faturas de data remota e ainda não liquidadas (geralmente com existência superior a 1 ano) respeitantes a clientes e fornecedores. O propósito é identificar situações passíveis de classificação como perda por imparidade e verificar a ocorrência de algum lançamento contabilístico incorreto. São igualmente aferidas as respetivas contas de gastos e rendimentos.

O passo seguinte consiste na estimativa do subsídio de férias e subsídio de natal. O artigo 237º do Código do Trabalho explicita que o direito a férias reporta-se, para a generalidade dos trabalhadores, ao trabalho proporcionado no ano civil anterior. Por conseguinte, a Basilconta reconhece os encargos com férias como gasto, no ano em que foi adquirido esse direito, por contrapartida do reconhecimento de um passivo na conta Credores por Acréscimo de Gastos. Para além dos encargos com férias, outras operações são frequente objeto de acréscimo e diferimento na Basilconta, tais como: o gasto de eletricidade ou água associado ao mês de dezembro de 2016 cuja fatura foi

rececionada em janeiro de 2017, recibo do pagamento da renda datado de dezembro de 2016 referente à renda de janeiro de 2017, juros relativos a 2016 apenas recebidos em 2017, etc...

Após cálculo e contabilização dos acréscimos e diferimentos, a Basilconta procede à determinação das amortizações e depreciações do imobilizável. Todas as empresas, cujo ativo do balanço integre ativos fixos tangíveis (à exceção de terrenos), ativos fixos intangíveis e *goodwill*, aplicam o método da linha reta como método de amortização e depreciação. Por uma questão de parcimónia, a Basilconta adota as taxas de depreciação e amortização específicas fixadas nas tabelas I e II anexas ao Decreto Regulamentar n.º 25/2009, de 14 de setembro. No propósito de calcular as depreciações e amortizações do período, é consultado o *software* informático Gimo.32 – Gestão de Imobilizado. Este programa informático gera, no final de cada ano, fichas individuais para cada um dos ativos sujeitos a amortização ou depreciação, permitindo, igualmente, o preenchimento da modelo 32 – Mapa de Depreciações e Amortizações. Este *software*, por estar devidamente parametrizado, efetua automaticamente o cálculo das depreciações. Os valores inscritos na modelo 32 são, *a posteriori*, confrontados com os valores indicados no balancete parametrado da conta 43 - ativos fixos tangíveis à conta 45 – investimentos em curso.

Após realização de todos os procedimentos anteriormente mencionados, decorre a reprodução do balancete regularização fase 1. Este balancete tem como propósito o cálculo do custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas (CMVMC). Com esta operação, é estipulado o resultado contabilístico antes de impostos, servindo de ponto de partida para o apuramento do Imposto sobre o rendimento do período que é concretizado através do preenchimento da declaração modelo 22. O balancete fase 2 contém, assim, o resultado líquido descontado da estimativa de IRC calculado de acordo com a declaração modelo 22.

Antes da elaboração das demonstrações financeiras finais, deverão ser registados alguns movimentos contabilísticos em torno da estimativa de imposto IRC. Os lançamentos de final de período realizados pela Basilconta são descritos de seguida:

O valor estimado do IRC é registado a débito na subconta 8121 (Imposto Estimado para o Período) em contrapartida do lançamento a crédito da subconta 2413



(Imposto sobre o Rendimento Estimado). Posteriormente, o saldo da subconta 2413 (Imposto sobre o Rendimento Estimado) é transferido para a subconta 2415 (Apuramento de Imposto). Simultaneamente, os valores inscritos a débito nas subcontas 24111, 24112 e 2412 (Pagamentos por Conta, Pagamentos Especiais por Conta e Retenções na Fonte respetivamente) são transferidos, também, para a subconta 2415 (Apuramento de Imposto). Caso a subconta 2415 (Apuramento de Imposto), após os movimentos anteriormente mencionados, apresente saldo credor, o seu montante deverá ser transferido para a conta 2416 (Imposto a pagar). Na situação oposta, em que a subconta 2415 (Apuramento de Imposto) apresenta uma importância devedora, deverá este valor ser transferido para a subconta 2417 (Imposto a receber).

Após o registo contabilístico do IRC, são geradas demonstrações financeiras finais através do SIG. Complementarmente são redigidas, em Anexo, informação explicativa das diferentes rúbricas do balanço e demonstração de resultados das pequenas empresas, encontrando-se as microentidades dispensadas de apresentar quaisquer notas em Anexo (nº 6 do artigo 66º do Decreto-Lei n.º 98/2015).

O encerramento de contas é ultimado com o preenchimento da IES que consiste numa forma de entrega, por via eletrónica, das obrigações declarativas de natureza contabilística, fiscal e estatística, correspondendo, desta forma, à efetivação do registo da prestação de contas. Esta declaração obrigatória é apresentada anualmente até ao dia 15º dia do 7º mês posterior à data do termo do período eletrónico, ou seja 15 de julho de cada ano (nº 3 do artigo 121º do CIRC).

Preenchimento da IES desempenhado pela Basilconta concerne, essencialmente, a ocupação de determinados campos da Folha de Rosto, Anexo A, Anexo I, Anexo O - Mapa Recapitulativo de Clientes, Anexo P - Mapa Recapitulativo de Fornecedores. O processo é integralmente eletrónico e a publicação do registo é promovida de forma automática. O programa informático de contabilidade SIG possui uma função que gera automaticamente a modelo IES a partir dos dados inseridos durante todo o ano. Com alguns campos pré-preenchidos, os restantes são preenchidos manualmente e no fim validados através da aplicação fornecida pelo sítio da internet da Autoridade Tributária.

## 2.2.6. *Pagamento por conta de IRC e pagamento especial por conta*

Em concordância com a alínea a) do n.º 1 do art. 104.º do CIRC, as entidades que exerçam, a título principal, atividades de natureza comercial, industrial ou agrícola e as entidades não residentes com estabelecimento estável em Portugal, devem efetuar três pagamentos por conta, no próprio período de tributação a que respeita o lucro tributável, com vencimento em julho, setembro e 15 de dezembro.

A Basilconta recorre ao simulador disponibilizado pela OCC para cálculo dos **pagamentos por conta de IRC**.<sup>2</sup> Contudo, visando uma perspetiva de aprendizagem, realizei, durante o estágio, o cálculo manual do valor do pagamento por conta, descrevendo-se, de seguida, as operações executadas.

Para efeito de cálculo do referido pagamento, é aplicada uma taxa de 80% sobre o valor da diferença entre o montante da coleta de IRC (correspondente ao campo 351 do quadro 10 da modelo 22) e as retenções na fonte (equivalente ao campo 359 do quadro 10 da modelo 22), caso o volume de negócios da sociedade (somatório de vendas e prestação de serviços) seja igual ou inferior a (euro) 500.000 (n.ºs 1 e 2 do art. 105 do CIRC). No cenário do volume de negócios suplantarem os (euro) 500.000, a taxa a aplicar sobe para os 95% (n.º 3 do art. 105 do CIRC).

Na ocorrência das operações anteriores resultar um valor inferior a (euro) 200, o sujeito passivo encontra-se dispensado do pagamento por conta (n.º 4 do art. 104.º do CIRC).

O **pagamento especial por conta** consiste, igualmente, numa forma de pagamento antecipada de IRC, realizando-se a sua liquidação durante o mês de Março ou em duas prestações, durante os meses de Março e Outubro. Tal como sucedia no pagamento por conta, a Basilconta recorria ao simulador cedido no sítio da internet da OCC para efeitos de cálculo.<sup>3</sup> No entanto, visando a uma perspetiva de aprendizagem, executei, durante o estágio, o cálculo manual do valor do pagamento especial por conta, descrevendo-se, de seguida, as operações realizadas.

Para efeito de cálculo do valor de pagamento especial por conta, procede-se à aplicação de 1% sobre o volume de negócios do ano anterior. Resultado é limitado

---

<sup>2</sup> Simulador consiste numa folha de cálculo, encontrando-se disponível para *download* através do seguinte sítio da internet: [https://www.occ.pt/pt/simulador\\_porconta/](https://www.occ.pt/pt/simulador_porconta/)

<sup>3</sup> [https://www.occ.pt/pt/simulador\\_pec/](https://www.occ.pt/pt/simulador_pec/)

inferiormente por (euro) 850 e, quando superior, é igual a este limite acrescido de 20% da parte excedente, com o limite máximo de (euro) 70.000 (nº 2 do art. 106º do CIRC). Ao montante assim apurado deduzem-se os pagamentos por conta calculados nos termos do art.º. 105.º do CIRC, efetuados no período de tributação anterior (nº 3 do art. 106º). A recente Lei n.º 10-A/2017, de 29 de março confirmou uma medida transitória de redução do pagamento especial por conta.<sup>4</sup> Assim, o PEC final a pagar consiste no montante apurado segundo o art. 106º, menos (euro) 100, sendo a este valor aplicada uma taxa de 87,5%.

#### 2.2.7. *Apuramento do IVA*

Na Basilconta, o apuramento do IVA é processado de forma maioritariamente automática através do programa informático SIG que fornece o balancete parametrado para a conta 243 (Imposto sobre o valor acrescentado). Valores inscritos no balancete servem de base para os montantes a colocar na declaração periódica de IVA. Na ocorrência de existir IVA a recuperar (saldo da subconta 2435 a débito), o sujeito pode optar por pedir reembolso que consiste em solicitar ao Estado a restituição do crédito de imposto. Para esse efeito dever-se-á assinalar o quadro 95 da declaração periódica de IVA.

De modo a compreender melhor o procedimento de apuramento do IVA, efetuei o mesmo manualmente. O IVA é, assim, no final de cada mês ou trimestre, apurado, ao saldarem-se as subcontas utilizadas e transferindo todos os valores apurados para a subconta 2435 – IVA apuramento. As subcontas 2432 (IVA dedutível), 24341 (Regularizações a favor da entidade) e 2437 (IVA a recuperar) são creditadas a favor do débito da subconta 2435 (IVA apuramento); enquanto as subcontas 2433 (IVA liquidado) e 24342 (Regularizações a favor do Estado) são debitadas a favor do crédito da subconta 2435 (IVA apuramento). Caso a subconta 2435 (IVA apuramento) demonstre saldo credor após as diversas transferências, o montante resultante deve ser debitado em prol da subconta 2436 (IVA a pagar). Pelo contrário, na situação em que a subconta 2435 (IVA apuramento) apresente saldo devedor, dever-se-á transferir a sua

---

<sup>4</sup> Para o sujeito passivo beneficiar de redução do PEC deverá ter colocado à disposição rendimentos do trabalho dependente a pessoas singulares residentes em território português de montante igual ou superior a (euro) 7.420 e deter uma situação tributária e contributiva regularizada na data de pagamento de cada uma das prestações do PEC.

quantia para a subconta 2438 (IVA reembolsos pedidos). Estes valores são depois tidos em consideração no preenchimento da declaração periódica de IVA.

### **2.3. Análise crítica do estágio**

O estágio curricular decorrido na Basilconta permitiu-me tomar contato com a realidade e dinâmica dos processos inerentes à contabilidade e fiscalidade de uma empresa de pequena envergadura. Por um lado, viabilizou a aplicação de conhecimentos adquiridos no meu percurso académico (sublinhando-se a classificação contabilística de documentos), por outro, e mais importante, proporcionou uma primeira aproximação a certos aspetos inerentes ao ofício da contabilidade. Destacando-se, entre os quais, o processamento de salários e, em especial, as operações de fim de exercício e encerramento de contas.

Em virtude do estágio curricular ter decorrido entre os finais de fevereiro e finais de julho, possibilitou-me acompanhar, de forma minuciosa, todas as fases do processo de encerramento de contas. Considero este o ponto mais relevante do estágio, tendo em consideração o pouco conhecimento que eu detinha dos procedimentos concretos inerentes ao encerramento de contas. Destaco de forma positiva, igualmente, a consciencialização e assimilação dos principais procedimentos fiscais no contexto de uma micro e pequena empresa, matéria que é objeto de escassa advertência no seio académico. No que diz respeito às competências sociais, de salientar positivamente o desenvolvimento das minhas capacidades cognitivas e comunicacionais, nomeadamente no que se refere no relacionamento com pessoas e articulação/interlocação em contexto de trabalho.

Em contraste, sublinhar negativamente a carência de espaço físico e ferramentas tecnológicas, referindo-me neste caso em concreto à não disponibilização de um computador de secretária. Este facto limitou-me amplamente na autonomia e prática de diversas atividades, nomeadamente, lançamentos contabilísticos no *software* SIG e preenchimento das declarações fiscais referidas no presente capítulo. Outro ponto menos positivo concerne a extensão excessiva das atividades de organização e arquivo de documentos que tornou, em alguns momentos, o estágio fastidioso e improdutivo.

Extravaso deste estágio curricular as dificuldades inerentes ao cumprimento de prazos e obrigações fiscais. Em virtude da sua rigidez e implacabilidade, as obrigações

com a Autoridade Tributária têm assumido cada vez maior preponderância na atividade do contabilista certificado. A sucessão cíclica de imposições fiscais determina que o foco dos contabilistas certificados recaia predominantemente sobre a fiscalidade das sociedades em detrimento da produção de informação contabilística. A relativa complexidade, aliada a constantes alterações da legislação fiscal contribuem para o exacerbar do trabalho e dificuldade inerentes à função de contabilista. Este estágio permitiu, nesse sentido, testemunhar essa realidade mais penosa, tendo decerto adquirido outra sensibilidade no que concerne a relevância do trabalho desenvolvido pela classe dos contabilistas certificados. Permitiu-me, por outro lado, reconhecer algumas debilidades associadas ao meu percurso académico, principalmente decorrente do distanciamento entre as matérias abordadas em sala de aula e os conhecimentos solicitados em contexto de estágio curricular. Compreendendo a vocação mais teórica do ensino académico, não deixo de alvitrar uma maior reconciliação entre o conteúdo incorporado no plano de estudos do Mestrado de Contabilidade e Finanças e o teor mais prático de um estágio curricular realizado num gabinete de contabilidade e fiscalidade.

## 3. O estudo aplicado

### 3.1. Revisão de literatura

A especialização decorrente da separação das funções de decisão e assunção de risco é manifesta em grandes sociedades de capital aberto (Fama & Jensen, 1983). Este facto implica que os agentes responsáveis por decisões importantes não sejam condicionados por considerações relativas à evolução do preço das ações no mercado financeiro. Os problemas de agência surgem desta segmentação entre a “decisão de controlo”, incumbida a acionistas, e a “decisão de gestão” da responsabilidade de administradores. Todavia, em sociedades abertas em que o domínio sobre os direitos de voto é relativamente concentrado e em que a decisão de controlo e gestão se encontram moderadamente centralizadas, ganha relevância a abordagem dos conflitos de agência na ótica dos acionistas minoritários.

Os gestores e acionistas influentes têm a possibilidade de observar de modo contínuo e individual a lucratividade dos seus investimentos. Os investidores independentes e os acionistas minoritários somente obtêm informação agregada em momentos discretos de tempo, fomentando desta forma a assimetria de informação (Aboody & Lev, 2000, p. 2749). A assimetria de informação resulta, assim, do não acesso a informação privilegiada por parte de um ou vários subconjunto/os de investidores, mas que no entanto se encontra disponível a outro/os subconjunto/os de investidores (Lambert *et al.*, 2011, p. 6; CMVM, 2008).

É descrito que investidores independentes encontram-se extremamente dependentes de mecanismos contemplados pela lei (La Porta *et al.*, 2000b, Johnson *et al.*, 2000). Por forma a colmatar alguma deficiência originária de leis e regulamentos, as sociedades de capital aberto podem melhorar a monitorização da Comissão Executiva e dos acionistas dominantes através da constituição de Conselhos de Administração com um número adequado de administradores não-executivos independentes. É pelo menos este o entendimento originário de várias jurisdições que presumem que administradores independentes contribuem positivamente para supervisão e desempenho da entidade (Cadbury Committee Report, 1992; Blue Ribbon Committee (1999). Em Portugal, a CMVM chegou a incutir às sociedades cotadas a incorporação pelo menos um quarto de

administradores não-executivos independentes no Conselho de Administração (II.1.2.2 do Código de Governo das Sociedades de 2010). Contudo, atualmente a CMVM somente sugere uma proporção de administradores não-executivos independentes em consonância com o modelo de governação adotado, dimensão da sociedade, estrutura acionista e respetivo *free float* (II.1.7. do Código de Governo das Sociedades de 2013).

Diversos mecanismos do Governo das Sociedades, como a admissão de administradores independentes para o Conselho de Administração ou a separação do cargo de presidente da Comissão Executiva e presidente do Conselho de Administração, tendem a fomentar a supervisão e a reduzir os benefícios de administradores executivos e acionistas qualificados resultantes da assimetria de informação. Posto isto, surge a pertinência de abordar a configuração e composição do Conselho de Administração que enseja a transparência corporativa e por conseguinte contenha ou anule a assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders*.

Nesta secção faremos uma contextualização do problema de agência em cenário europeu continental e nacional e abordaremos algumas das suas principais implicações para o nosso estudo. Referiremos também o papel do administrador independente na defesa dos interesses dos acionistas, em especial acionistas não qualificados e aludiremos a critérios e requisitos que sustentam a independência do administrador. Por fim desenvolveremos a hipótese empírica deste estudo.

### **3.1.1. O problema de agência no contexto europeu continental e nacional**

Nos países da *common law* (principalmente Estados Unidos e Reino Unido), o objetivo fundamental do Governo das Sociedades traduz-se, muitas vezes, na mitigação do conflito de interesses existente entre acionistas de sociedades abertas, com participações sociais difusas e extremamente repartidas, e entre administradores delegados com autoridade para gerir os recursos da sociedade. No contexto europeu continental, as circunstâncias são distintas por força de uma estrutura acionista particular e preservada em muitas sociedades de capital aberto, já que, tipicamente, as sociedades cotadas europeias são controladas por um único acionista, ou vários acionistas com ligações familiares próximas (Faccio & Lang, 2002).

Esse controlo é, em vários âmbitos, exercido através de estruturas piramidais de participações sociais e classes duais de ações que garantem, com efeito, o domínio sobre a maioria dos direitos de voto.<sup>5</sup> Assim, acionistas dominantes encontram-se capacitados para disciplinar e coibir os administradores de expropriar os recursos da sociedade. Neste sentido, é referido que empresas dominadas por acionistas com ligações familiares conseguem restringir a capacidade de administradores executivos em manufaturar resultados (Jaggi *et al.*, 2009, p. 282).

Todavia, a extinção ou atenuação dos conflitos de agência entre administradores e acionistas é substituída pelo avolumar da divergência de interesses entre acionistas maioritários e acionistas minoritários (Enriques & Volpin, 2007). Acionistas maioritários gozam de poder para abusar da posição frágil dos acionistas minoritários, servindo-se dos recursos empresariais para benefício próprio. Os *insiders* que controlam a sociedade possuem, deste modo, a aptidão para desviar os recursos empresariais através da diluição de participações sociais dos restantes acionistas; atribuição de vencimentos excessivos a administradores; nomeação de familiares próximos pouco qualificados para cargos administrativos; alienação de ativos em benefício dos próprios; e execução de transações comerciais entre sociedades a valores substancialmente divergentes dos praticados em mercado, com intuito de alocar lucros para sociedades de interesse (preços transferência).

Este contexto reflete que não é pertinente abordar os conflitos de agência consequentes do trato entre investidores e gestores, mas antes versar sobre a relação entre investidores externos e acionistas influentes ou controladores da sociedade (Shleifer & Vishny, 1997 e La Porta *et al.*, 2000b).<sup>6</sup>

Neste sentido, La Porta *et al.* (2000a) revelam, a partir de uma amostra constituída por mais de 4.000 entidades cotadas de 33 países diferentes, que as empresas

---

<sup>5</sup> A estrutura piramidal de participações sociais compreende uma disposição de ações que permite o controlo sobre uma sociedade aberta através do domínio de uma ou várias outras sociedades (Enriques & Volpin, 2007, p. 118). Faccio & Lang (2002, p. 389) alegam que estruturas piramidais, múltiplas cadeias de controlo, classes duais de ações criam discrepâncias significativas entre a propriedade (direito sobre os *cash-flows* da entidade) e controlo efetivo sobre a entidade (mensurado através dos direitos de voto em seu domínio). Esta situação propicia o excesso de controlo relativamente ao direito sobre os *cash-flows* da entidade. Faccio & Lang verificaram que perante mais de 5.000 sociedades abertas europeias, em média, o proprietário final da empresa detinha 34,63% de direitos sobre *cash-flows* e 38,48% de controlo sobre os direitos de voto. Em Portugal, no mesmo estudo, Faccio & Lang noticiam uma média de 38,42% de direitos sobre *cash-flows* e 41% sobre os direitos de voto.

<sup>6</sup> Esta perspetiva é, nomeadamente, sintomática na definição trazida por La Porta *et al.* (2000b, p. 4) de “*insider*” cingir não só gestores bem como acionistas controladores e influentes.



listadas em países com regimes de proteção de investidores mais desenvolvidos exibem rácios de distribuição de dividendos superiores relativamente a outras empresas sediadas em países com regimes menos protetores. Dyck & Zingales (2004) noticiam que nos países onde é possível extrair maior vantagem em virtude da posição de dominância, a concentração de participações sociais é maior e que o valor das ações alienadas em bloco é, em média, 14% superior ao preço de transação da ação nos mercados financeiros.<sup>7</sup> A circunstância da frágil posição dos acionistas minoritários e investidores externos é ainda mais pronunciada em países que adotam a lei civil francesa, como é o caso de Portugal (La Porta *et al.*, 2000b).

Em suma, os acionistas minoritários, diversas vezes referenciados como investidores externos, encontram-se numa posição vulnerável e sujeitos a expropriação por parte de gestores/administradores e outros acionistas influentes ou controladores. Deve-se, assim, reconhecer que os problemas de agência subsistem, muitas vezes, entre acionistas dominantes e investidores independentes, em virtude da concentração elevada do capital social. Neste sentido, Faccio & Lang (2002) esclarecem que as quinze famílias mais abastadas em Portugal detinham 36,77% do valor de mercado das sociedades de capital aberto, sendo o país com maior concentração de poder económico, numa amostra constituída por países europeus como a Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Noruega, Reino-Unido, Suécia e Suíça. Este facto demonstra que Portugal conflui com o resto dos países da europa continental no que respeita à aglomeração de poder sobre as sociedades abertas num restrito grupo de investidores.

Da mesma forma, o último *Relatório Anual Sobre O Governo Das Sociedades Cotadas Em Portugal* elaborado pela CMVM (2014) indicava que o *free float* (ações dispersas disponíveis para transação) representava, em 31 de dezembro de 2014, apenas 23,6% do capital social das entidades cotadas na *Euronext Lisboa*, enquanto 73,9% consistiam em participações qualificadas de capital. Em linha com os estudos de Faccio & Lang (2002) e Dyck & Zingales (2004) que atribuem 20% do poder de voto a uma posição de dominância societária, a 31 de dezembro de 2016, 16 das 19 empresas do PSI-20 eram controladas por pelo menos um acionista, sendo que a média aritmética de

---

<sup>7</sup> O estudo abrangeu 39 países, inclusive Portugal, sendo que a diferença entre os preços de mercado e de transação situa-se nos 20%, porém a amostra nacional é bastante exígua, contendo somente duas observações, o que torna difícil formular qualquer conclusão referente ao nosso país.

participações sociais mais elevadas de cada sociedade cotada pertencente ao PSI-20 era 44,60%.

É descrito que a adição de administradores independentes para o Conselho de Administração não tem efeitos significativos sobre a diminuição da manipulação de resultados contabilísticos em países onde sociedades cotadas possuem o capital social concentrado (Park & Shin, 2004). Igualmente, Li *et al.* (2015) denunciam que a concentração do capital social obsta a valorização das empresas impulsionada pela independência do Conselho de Administração. Por outro lado, Ruland *et al.* (1990) revelam que as principais motivações para a divulgação voluntária de projeções dos resultados financeiros são a reduzida posse de ações por parte dos administradores da empresa e a elevada dispersão do capital social. Se assim for, o efeito da independência do Conselho de Administração sobre a assimetria de informação poderá ser insignificante no contexto das empresas pertencentes ao PSI-20. O elevado nível de concentração de participações sociais parece, desta modo, conter implicações relevantes para o nosso estudo.

Os benefícios associados à promoção de administradores independentes para o Conselho de Administração são ainda mais mitigados em ambientes regulatórios que conferem pouca proteção a acionistas minoritários. Neste sentido, Samah *et al.* (2015) fazem notar que administradores independentes encontram-se mais predispostos a alterar as políticas de comunicação com o propósito de diminuir a assimetria de informação quando enfrentam maior risco de litigação. García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) revelam que regimes mais favoráveis para o acionista minoritário tendem a impelir os Conselhos independentes a divulgar informação corporativa não regulamentar. Hidalgo *et al.* (2011) identificam o reduzido ênfase dada à proteção dos interesses dos acionistas minoritários preconizada na regulamentação mexicana e a elevada concentração do capital social como obstáculos à divulgação de informação respeitante aos ativos intangíveis por parte das sociedades cotadas mexicanas.

Segundo o World Bank (2017), Portugal dispõem de uma pontuação de 56,67 no que concerne a proteção dos acionistas minoritários e investidores independentes, em muito inferior ao *score* de 64,62 resultante da média dos países mais ricos da OCDE (OECD *high income*). Encontrando-se, inclusivamente, atrás de países congéneres como Espanha (65), Itália (63,33) e Grécia (63,33).

Ou seja, o contexto nacional de elevada concentração do capital social e débil proteção do acionista minoritário poderá repercutir-se em Conselhos com maiores rácios de administradores independentes não mitigarem os efeitos da assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders*, impedindo, em última instância, a limitação dos conflitos de agência entre estes.

O seguinte ponto contempla uma revisão de literatura referente ao papel do administrador independente nas sociedades de capital aberto.

### **3.1.2. Papel do administrador independente nas sociedades de capital aberto**

Segundo o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), o perfil adequado para o desempenho de funções de administrador deverá incluir atributos individuais como independência, integridade, experiência e competência (IPCG, 2016, p. 7).

Nas sociedades de capital aberto, é incumbido ao Conselho de Administração o papel de proteger e promover os interesses dos acionistas, através da monitorização das atividades desempenhadas pela gestão. Neste sentido, Chancharat *et al.* (2012, p. 146) destacam quatro funções primordiais: a monitorização da gestão, aconselhamento e consultoria na formulação de estratégias, acautelamento dos recursos necessários a gestores e elaboração do contrato com a gestão. Diante as quatro funções enunciadas, cabe, principalmente, ao administrador independente a monitorização da gestão em virtude da objetividade que lhe é reconhecida. Esta objetividade decorre da inexistência de relações materialmente relevantes na órbita da empresa (relações económicas e/ou familiares) que possam interferir com a sua liberdade de julgamento e juízo de valor (Silva *et al.*, 2006, p. 143). Quando os conflitos de interesse se manifestam, os administradores não-executivos independentes, cujos interesses são menos beliscados, encontram-se em posição privilegiada na resolução destes conflitos (Cadbury Report Committee, 1992).

À vista disso, evidência empírica revela que investidores independentes depositam maior confiança sobre os administradores independentes na missão de supervisionar e monitorizar as atividades preconizadas pelos restantes administradores e administradores-executivos (Kim *et al.*, 2007). É descrito que a atribuição de cadeiras a

administradores independentes representa uma resposta usual a problemas associados à falta de transparência das empresas, revelando, implicitamente, que empresas e diversos grupos de interesse reputam os administradores independentes como comunicadores externos aptos (Goh *et al.*, 2016, p. 155). Enquanto a presença de administradores executivos no Conselho de Administração é valorizada em virtude do conhecimento que possuem dos aspetos singulares e particulares da empresa (Raheja, 2005; Duchin *et al.*, 2010), a inclusão de administradores independentes é vista como condição necessária na avaliação objetiva e lúcida do desempenho da gestão, para além de contribuir meritariamente com o seu conhecimento, experiência e pensamento alternativo (Byrd & Hickman, 1992, p. 196; Chancharat *et al.*, 2012, p. 147). Neste sentido, é referido que o cumprimento das melhores práticas do Governo das Sociedades, nomeadamente a inclusão de maior número de administradores independentes, suprime, em certa medida, as debilidades do ambiente regulamentar tão frequentes em economias emergentes e permite colmatar a incapacidade dos mercados financeiros na monitorização da *performance* de sociedades cotadas (Del Carmen, 2016, p. 63; Ferreira *et al.*, 2011).

Conselhos de Administração constituídos por maiorias de administradores executivos ou afiliados regularmente nomeiam presidentes da Comissão Executiva com conexões anteriores ao grupo empresarial (Borokhovich *et al.*, 1996). Este facto revela implicitamente que administradores executivos terão maiores dificuldades em questionar as opções duvidosas da responsabilidade do CEO, em virtude da materialização de vínculos pessoais (principalmente perante mandatos sucessivos), revelando similarmente preocupação quanto à preservação do seu cargo no Conselho de Administração (Raheja, 2005, p. 289; Hermalin & Weisbach, 1988).

A implementação de exigentes rácios de independência nos mais variados órgãos do Governo das Sociedades é visto, assim, como um mecanismo suscetível de controlar e dirimir os conflitos de agência entre acionistas e gestores (Brickley *et al.*, 1994, p. 371). Por exemplo, Kim *et al.* (2007) relatam que no ambiente legal em que existe efetiva proteção dos direitos de investidores independentes, acionistas minoritários possuem a capacidade para influenciar a composição do Conselho de Administração e nomear um maior número de administradores independentes. Estes resultados refletem o reconhecimento que acionistas minoritários detêm da capacidade de administradores independentes intervirem a seu favor.

No entanto, é discutível se os administradores independentes sustentam e promovem os interesses de acionistas de modo veemente. Assente nesta questão, surge a visão que administradores independentes são controlados pelos restantes administradores, posto que estes exercem influência significativa na composição dos diversos Órgãos do Governo das Sociedades. A nomeação de administradores independentes por parte de acionistas dominantes é também passível de ser controversa, dado que estes últimos serão alvo da supervisão protagonizada pelos mesmos administradores reputados como “isentos” (Patelli & Prencipe, 2007, p. 11). Por outro lado, surge a hipótese que os interesses de administradores independentes refletem, de facto, as preocupações dos acionistas minoritários. Esta visão defende que o administrador independente encontra-se munido de autonomia, repercutindo-se no alinhamento dos seus próprios com os interesses dos acionistas e consequente condicionamento das opções de administradores executivos.

A revisão de literatura disponibiliza resultados e argumentos congruentes com a última reflexão. Neste sentido, Jaggi *et al.* (2009) revela que a proporção de administradores não-executivos independentes no Conselho de Administração encontra-se negativamente associada à manipulação de resultados, principalmente em empresas não familiares. Por seu lado, Dechow *et al.* (1996) comparam 92 empresas intervencionadas pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) por violação e abuso das GAAP norte-americanas com empresas idênticas que não foram alvo de qualquer intervenção, denotando que a fragilidade de diversos mecanismos do Governo das Sociedades, mais especificamente a reduzida percentagem de administradores independentes no Conselho de Administração e concentração dos cargos de presidente do Conselho de Administração e presidente da Comissão Executiva, são preponderantes nas empresas alvo de intervenção da parte do SEC. Semelhantemente, Uzun *et al.* (2004) analisam diversas características dos órgãos do Governo da Sociedade de empresas estadunidenses acusadas de fraude entre os anos de 1978 e 2001. Através de uma comparação com empresas sem qualquer denúncia, Uzun *et al.* (2004) documentam que o aumento do número de administradores não-executivos independentes no Conselho de Administração, comissão de vencimentos e comissão de auditoria diminui significativamente a probabilidade de fraudes corporativas.

Brickley *et al.* (1994) apresentam resultados empíricos demonstrativos que Conselhos de Administração independentes são preponderantes no comportamento

positivo do valor das ações perante a adoção de *poison pills*.<sup>8</sup> Já Byrd & Hickman (1992) evidenciam que empresas licitadoras compostas por Conselhos de Administração de maioria independente detêm ações com rendibilidades significativamente superiores nos dois dias posteriores ao anúncio da oferta pública de aquisição (OPA). Evidência empírica também revela que a nomeação de administradores independentes aumenta a longevidade das empresas em bolsa pertencentes à “nova-economia” (Chancharat *et al.*, 2012).<sup>9</sup>

Por outro lado, encontra-se documentado que administradores independentes favorecem a aplicação de preceitos contabilísticos mais conservadores, sendo o conservadorismo na contabilidade utilizado como instrumento persuasivo no alinhamento de interesses de gestores com os de acionistas e na elevação da qualidade da informação financeira (Elshandidy & Hassanein, 2014). Kelton & Yang (2008) demonstram que uma maior percentagem de membros independentes nos Conselhos de Administração encontra-se associada a uma maior divulgação voluntária de informação financeira e corporativa. Igualmente, resultados provenientes de Goh *et al.* (2016) e Kanagaretnam *et al.* (2007) corroboram a hipótese que administradores independentes possuem um papel preponderante na comunicação voluntária de informação financeira, refletindo-se na diminuição da *proxy* de assimetria de informação *spread bid-ask*.

Em suma, a hipótese de administradores não-executivos independentes patentearem efetivamente as preocupações dos acionistas é, em última instância, uma questão empírica. A revisão de literatura sugere que a independência dos diversos órgãos do Governo das Sociedades de empresas cotadas está associada a uma monitorização efetiva e eficaz das atividades do gestor. Estudos reportam resultados

---

<sup>8</sup> *Poison pills* são títulos financeiros que incorporam o exercício de um direito que apenas pode ser efetivado após a ocorrência de determinado acontecimento. Geralmente, o acontecimento envolve a acumulação de uma percentagem de ações por parte de uma entidade ou indivíduo, sucedendo-se a possibilidade de exercer o direito que, na maioria dos casos, consiste na possibilidade de adquirir ações da própria empresa a preço substancialmente abaixo do valor de mercado (referenciadas como *flip-in poison pill*). Contudo, este direito apenas respeita os acionistas pré-estabelecidos e não o novo acionista com pretensão a controlar a empresa, o que se reflete na diluição de controlo por parte do aspirante adquirente, tornando mais dispendiosa a futura aquisição. Principal objetivo desta tática é obrigar o adquirente a negociar diretamente com o Conselho de Administração e não com os acionistas (Downen *et al.*, 1994, p. 306).

<sup>9</sup> Este estudo é particularmente pertinente devido às características das empresas envolvidas. São empresas com oportunidades de crescimento elevado, contexto que exacerba a assimetria de informação e que origina custos superiores de obtenção de informação (Carlson *et al.* 2004). Compreendendo que a Boa Governança depende em grande medida no acesso tempestivo a informação relevante, é cabível que Conselhos de Administração compostos maioritariamente por administradores não-independentes (“*insiders*”) poderiam ser vantajosos para estas empresas (Raheja, 2005; Duchin *et al.*, 2010). Contudo as conclusões do estudo de Chancharat *et al.* (2012) não apoiam esta hipótese.

empíricos que, de forma relativamente unânime, identificam a independência do Conselho de Administração como fator preponderante no controle e monitorização das atividades protagonizadas pela Comissão Executiva, repercutindo-se na redução da assimetria de informação (Goh *et al.*, 2016; Kanagaretnam *et al.*, 2007). Efetiva monitorização da Comissão Executiva por parte do Conselho de Administração deverá não só aumentar a frequência da divulgação de informação pertinente mas também elevar a sua qualidade, limitando, desta forma, a assimetria de informação entre investidores.

### **3.1.3. Definição de administrador independente**

O New York Stock Exchange (NYSE) e o National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Nasdaq) desenvolvem ambos o conceito de administrador independente, respetivamente, na secção 303A.02 *Independence Test*, incluída na *Listed Company Manual*, e na secção IM-5605 *Definition of Independence*, inserida na *Equity Rules*.

Ambas as bolsas de valores norte-americanas esclarecem que é improbo antecipar todas as circunstâncias capazes de gerar potenciais conflitos de interesse, com base nas relações entre administradores e seus grupos de interesse. Desta forma, o critério de independência está sujeito a algum julgamento por parte da administração, que deverá considerar e avaliar todas as relações ponderadas como materiais entre o administrador e o grupo empresarial. Aferir a materialidade da relação entre o administrador e grupo empresarial requer, assim, identificar a existência de relações de afiliação entre administrador e pessoas envolvidas nas atividades do grupo empresarial e reconhecer as transações comerciais suscetíveis de obstar a objetividade do pensamento do administrador (NYSE, 2013). Nasdaq (2006) admite igualmente que um administrador independente é alguém que, na opinião da atual administração, não frua de qualquer género de relacionamentos que motive ou invoque suspeitas de enviesamento do seu julgamento e no cumprimento das suas responsabilidades como administrador. A independência deverá ser atestada tendo em consideração o relacionamento do administrador com o grupo empresarial.

No entanto, ambas as bolsas de valores mobiliários norte-americanas estabelecem critérios mínimos e objetivos que especificam o carácter independente do administrador.

NYSE (2013) anuncia que um administrador não pode ser considerado independente se:

- Nos últimos três anos exerceu funções no grupo empresarial como colaborador, ou se algum familiar próximo protagonizou funções como administrador no grupo.
- Recebeu, ou familiar próximo recebeu, durante um período de doze meses, dentro dos últimos três anos, mais de 120.000 USD em compensações diretas provenientes do grupo empresarial. Encontram-se excluídos os valores recebidos na qualidade de administrador, importâncias originárias do plano de pensão e pagamentos oriundos da prestação de serviços.
- For sócio-parceiro ou colaborador (ou têm algum familiar próximo sócio-parceiro ou colaborador) na empresa de auditoria que presta serviços ao grupo empresarial do qual é administrador, ou se exerceu ou algum familiar próximo exerceu esse cargo na auditora nos últimos três anos.
- O próprio ou familiar próximo atua, ou atuou nos últimos três anos como administrador de uma empresa em que outros administradores do grupo empresarial servem ou serviram como elementos integradores da comissão/comité de vencimentos dessa mesma empresa.
- O próprio é atualmente colaborador, ou se algum familiar próximo é atual administrador de uma empresa que efetuou (recebeu) pagamentos ao (provenientes do) grupo empresarial superiores a 1 milhão de USD ou 2% do total de proveitos consolidados da outra empresa.

Já segundo o Nasdaq (2006), não se apresenta como administrador independente os casos em que:

- Nos últimos três anos exerceu funções no grupo empresarial como administrador.
- Recebeu, ou um familiar próximo recebeu, durante doze meses consecutivos, dentro dos últimos três anos, mais de 100.000 USD em compensações diretas provenientes do grupo empresarial. Encontram-se excluídos os valores recebidos no exercício de



cargos na administração, pagamentos efetuados a familiares na qualidade de trabalhador do grupo e importâncias originárias do plano de pensão.

Para além destes critérios, Nasdaq (2006) providencia regras mais restritas no que concerne administradores que integram a comissão/comité de auditoria, não considerando independente o administrador que:

- Tenha sido administrador executivo, ou possua familiar que tenha exercido essa função, nos últimos três anos.
- Possua interesse conjunto, ou seja sócio controlador de uma empresa que, na relação com o grupo empresarial, tenha recebido ou efetuado pagamentos superiores a 5% do total de proveitos consolidados da empresa recetora ou tenha cometido pagamentos ou recebimentos excedendo os 200.000 USD (salvo pagamentos oriundos de investimentos em instrumentos financeiros e doações consideradas não-discricionárias).
- Atuou, ou algum familiar atuou nos últimos três anos como administrador de uma empresa em que outros administradores do grupo empresarial servem ou serviram como elementos integradores da comissão/comité de vencimentos dessa mesma empresa.
- Possua interesse conjunto (ou tenha algum familiar com interesse conjunto) na empresa de auditoria que presta serviços ao grupo empresarial do qual é administrador, ou que nos últimos três anos tenha detido um interesse conjunto ou trabalhado na empresa de auditoria que presta serviços ao grupo empresarial do qual é administrador.

Já em Portugal, as orientações relevantes de *Corporate Governance* encontram-se instituídas no ainda recente Código de Governo das Sociedades, da autoria do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), contemplando este código, igualmente, uma definição de independência. IPCG (2016, p. 13) considera administrador independente “a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível

de afetar a sua isenção de análise ou de decisão”.<sup>10</sup> IPCG (2016) determina que o administrador não é independente quando:

- A pessoa em questão foi administrador ou colaborador da sociedade ou da sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos três anos.
- Nos últimos três anos, o sujeito prestou serviços ou estabeleceu uma relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo, seja de forma direta ou enquanto sócio, administrador, gerente ou dirigente de pessoa coletiva.
- Foi remunerado pela sociedade ou por sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador;
- Vive em união de facto ou é cônjuge, parente ou afim na linha reta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores da sociedade ou de pessoas singulares titulares direta ou indiretamente de participação qualificada;
- A pessoa detém participação qualificada (2% dos direitos de voto de acordo com o art. 16º do Código dos Valores Mobiliários) ou é representante de um acionista titular de participações qualificadas.<sup>11</sup>

Naturalmente que os critérios contemplados pelo IPCG não garantem a total independência do administrador em funções. Por exemplo, administradores que formalmente são apreciados como independentes podem na realidade não o ser, em virtude das relações de proximidade decorrentes do longo tempo de exercício do cargo de administrador na mesma sociedade, ou porque são administradores de muitas outras sociedades, o que lhes impede a supervisão eficiente da administração executiva devido à escassez de tempo (Patelli & Prencipe, 2007).<sup>12</sup> É discutível também se a passagem de

---

<sup>10</sup> A definição de administrador independente não é contudo recente dado que a mesma definição já se encontrava estipulada pelo Código de Governo das Sociedades da CMVM.

<sup>11</sup> Sem dúvida que a principal diferença entre os dois critérios estadunidenses e o critério português consiste na exigência nacional de somente administradores com participações inferiores a 2% poderem ser considerados independentes. Facto que se deverá aos problemas de agência entre acionistas minoritários e acionistas majoritários ser mais pronunciado em Portugal.

<sup>12</sup> Dentro da mesma perspetiva, Chen & Jaggi (2000) defendem que em empresas familiares, administradores independentes possuem maior dificuldade em monitorizar o Conselho de Administração e a administração executiva em virtude do estabelecimento de relações informais e da “filosofia” de gestão familiar. Chen & Jaggi (2000) obtêm resultados empíricos consistentes com esta visão ao

três anos após fim do vínculo de trabalho é suficiente para classificar um administrador como independente. Neste sentido Byrd & Hickman (1992, p. 197) não incluem na classificação de administradores independente, sujeitos que tenham exercido cargos ou efetuado prestação de serviços da qual adveio num relacionamento relevante com a empresa, nomeadamente: banca de investimento e comercial, advocacia, consultoria, relação de cliente com fornecedor e cruzamento de administradores. Para Byrd & Hickman (1992) o período de nojo de três anos é irrelevante para a aceção de independência.

Por outro lado, talvez não seja o mais correto limitar a independência do administrador à percentagem do capital social que este detém, dado que membros do Conselho de Administração podem encontrar-se pouco incentivados em disciplinar as ações da gestão quando possuem poucas ações da sociedade (Finkelstein & D'aveni, 1994, p. 1083). Este parece ser o entendimento por parte do NYSE e Nasdaq que não colocam constrangimentos na independência do administrador no que concerne a sua participação social.

Perante as considerações anteriormente tecidas, sobressai a possibilidade que este processo de classificação promovido pela CMVM e IPCG possa não captar a independência efetiva dos membros do Conselho de Administração, resultando num enviesamento da própria mensuração de independência do Conselho. García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) revelam, a partir da metanálise de 27 artigos, que a definição de independência do administrador intervém nas relações com que vários académicos se depararam entre a independência do Conselho de Administração e a divulgação voluntária de informação. Este estudo questionará, em certa medida, a validade da definição formal (legal) de administrador independente através de testes empíricos que relacionem as *proxies* de assimetria de informação com a independência do Conselho de Administração.

---

verificarem que a influência da independência do Conselho de Administração sobre a qualidade da informação financeira é positiva mas menos significativa em empresas familiares.

### 3.1.4. Formulação da hipótese de investigação

A divulgação alargada de informação relevante reduz a assimetria de informação, limitando a capacidade dos *insiders* em transacionar instrumentos financeiros de modo lucrativo com base em informação privilegiada. Neste sentido, Baiman & Verrecchia (1996) apresentam um modelo teórico demonstrando que os benefícios do *inside trading* diminuem à medida que a informação pública se torna mais concisa. Frankel & Li (2004) aclaram que a informação compreendida nas demonstrações financeiras e o acompanhamento realizado por analistas financeiros e comunicação social restringem significativamente a rendibilidade das transações protagonizadas por *insiders* sobre as ações. Welker (1995) e Chen *et al.* (2007) provam que empresas mais bem classificadas no *ranking* das políticas de divulgação de informação financeira possuem, igualmente, as ações mais líquidas do mercado financeiro, justificando que os investidores, perante a carência de informação relevante, acabam por se proteger quanto à seleção adversa. Por outro lado, Piotroski & Roulstone (2004) alegam que a sincronização de movimentos do preço das ações de uma empresa com o portfólio de mercado e portfólio constituído por empresas da mesma indústria encontra-se positivamente relacionado com o acompanhamento dado por analistas financeiros e inversamente relacionado com *inside trading*, apoiando a ideia que a informação disponibilizada por analistas é capaz de limitar o *inside trading*.

A revisão de literatura anterior sugere que administradores não-executivos independentes comprometem-se com a proteção dos interesses de acionistas minoritários. Este sentimento decorre da preocupação em serem reconhecidos como administradores diligentes e vigilantes (Fama & Jensen, 1983; Fich & Shivdasani, 2007; Jiang *et al.*, 2015). Administradores independentes instigam a Comissão Executiva no cumprimento dos requisitos informacionais, melhoria da sua compreensibilidade, atraindo, desta forma, analistas financeiros (Forker, 1992, pp. 112-113; Goh *et al.*, 2016). Ajinkya *et al.* (2005) obtém resultados consistente com a hipótese que administradores não-executivos incentivam a divulgação mais frequente de projeções de resultados financeiros. Ajinkya *et al.* (2005) revelam, igualmente, que proporções superiores de administradores não-executivos nos diversos órgãos societários estão associadas a previsões de resultados mais conservadoras e precisas. Patelli & Prencipe (2007) analisam uma amostra constituída por 175 empresas não financeiras italianas e evidenciam a existência de uma relação positiva entre a proporção de administradores

independentes e a extensão da divulgação voluntária de informação. Resultados provenientes do estudo realizado por Chen & Jaggi (2000) a 87 empresas de Hong Kong sugerem a existência de uma associação positiva entre a proporção de administradores independentes e a qualidade e amplitude da informação financeira difundida. Numa metanálise conduzida a 27 artigos alusivos à composição do Conselho de Administração, García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) revelam que a independência do Conselho de Administração encontra-se positivamente relacionada com a divulgação voluntária de informação.

Em síntese, maior transparência, acompanhamento e exposição pública de informação diminuem a ambiguidade relativa à *performance* futura da sociedade cotada, limitando a assimetria de informação e o lucro proveniente do *inside trading*. Resultados empíricos comprovam que a admissão de administradores independentes e/ou não-executivos reduz a capacidade de empresas veicularem informação privilegiada a audiências seletivas. A função de monitorizar os gestores impulsiona a disseminação voluntária de informação relevante a investidores independentes e acionistas minoritários. Assim sendo, um Conselho de Administração dominado por administradores não-executivos independentes instigará a transparência corporativa, ocasionando a redução da assimetria de informação entre os participantes de mercado. Daqui advém a nossa única hipótese:

**H1: Conselhos de Administração constituídos por uma maioria de administradores não-executivos independentes diminuem a assimetria de informação entre investidores.**

## **3.2. Método de investigação**

### **3.2.1. Amostra**

A amostra é formada pelas empresas constituintes do índice PSI-20 que são selecionadas com base num conjunto de requisitos que possibilitam fortalecer e apoiar os resultados empíricos apresentados neste estudo. Devido à omissão recorrente de

observações,<sup>13</sup> alterações relevantes da composição societária, transformação societária profunda, existência de operações de oferta pública iniciais durante o tempo em análise e por razões estatutárias extraordinárias, optou-se por não incluir as seguintes sociedades cotadas: Ibersol, SGPS; Corticeira Amorim, PHAROL, NOS, SGPS; CTT Correios de Portugal e Caixa Económica Montepio Geral. Assim a amostra é constituída pelas seguintes treze empresas:

*Tabela 1: Empresas que compõem a amostra*

<b>Empresa</b>	<b>Setor ICB</b>
Altri SGPS	Produtos industriais gerais
Banco Comercial Português	Banca
EDP Energias de Portugal	Eletricidade
EDP Renovaveis	Eletricidade
Galp Energia SGPS	Produtores de petróleo e gás
Jerónimo Martins	Retalho alimentar e de medicamentos
Mota Engil SGPS	Materiais e construção
Novabase	Programação e serviços informáticos
REN	Eletricidade
Semapa	Silvicultura e papel
Sonae Capital	Serviços financeiros
Sonae SGPS	Retalho alimentar e de medicamentos
The Navigator Company	Silvicultura e papel

Os dados foram organizados em painel, com 13 unidades de secção cruzada correspondentes a cada uma das empresas e com 4 intervalos de tempo (para os anos de 2012, 2013, 2014 e 2015). No total, a amostra conta com 52 observações.

---

<sup>13</sup> A omissão esporádica de observações foi colmatada através da interpolação linear simples:  $y_t = y_{t-1} + \frac{y_{t+i} - y_{t-1}}{i+1}$ ; em que  $y_t$  refere-se à observação omissa no momento  $t$  e  $i$  é o número de observações em falta entre duas observações realizadas.

### 3.2.2. Definição das variáveis

#### 3.2.2.1. Proxies da assimetria de informação

A perspectiva microestrutural dos mercados financeiros dita que a existência de informação privada nova resultará num aumento da instabilidade de preços, do volume de transação e do *spread bid-ask*.<sup>14</sup> O espaço de tempo no qual decorre a integração de informação privilegiada é referenciado por Andersen (1996, p. 172) como um “período de aprendizagem” ou uma fase de “assimilação de informação”. Após este período mais conturbado, os investidores tendem a homogeneizar as suas considerações relativas ao preço fundamental do ativo financeiro, o *spread bid-ask*, a volatilidade e o volume tendem a diminuir, dando lugar a mercados “calmos”.

Em consonância com Zhang (2006, p. 105), de modo geral, as alterações imprevisíveis e substanciais dos preços, volumes e *spreads* das ações manifestam a existência de ambiguidade informacional, consistindo esta na nossa medida de assimetria de informação. Este cenário implica que a prevalência de flutuações imprevisíveis do preço do ativo, aumento do *spread bid-ask* e do volume de transação manifestam períodos mais frequentes de assimilação de informação privilegiada e, conseqüentemente, maior predomínio de *inside trading*. Assim, a assimetria de informação deve ser medida através da componente imprevisível das séries temporais da volatilidade, volume e *spread bid-ask*. Obviamente que não existe qualquer garantia de que todas as alterações imprevisíveis das séries decorram da assimetria de informação entre os intervenientes do mercado financeiro, todavia a correlação entre a componente imprevisível das séries e a existência da assimetria de informação deve ser bastante elevada.

Neste seguimento, as séries iniciais (percentagem de *spread bid-ask*, volatilidade e volume de transação) foram filtradas através de processos autorregressivos AR(p), retendo-se os resíduos das regressões. O modelo autorregressivo enquadra a variável aleatória como a combinação de uma componente previsível, esta indiciadora de um padrão de comportamento futuro da mesma variável e uma componente imprevisível que reflete o ruído/perturbação.

O modelo AR(p) apresenta a seguinte formulação:

---

<sup>14</sup> Por exemplo a intensidade e direção única da transação ordenada pelo investidor informado reflete-se no preço e volume de transação, revelando implicitamente a chegada de informação nova.

$$y_t = \mu + \phi_1 y_{t-1} + \dots + \phi_p y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Esses resíduos servirão como *proxies* da assimetria de informação, sendo que uma média mais elevada dos resíduos refletirá maior prevalência de transações fomentadas com base em informação não pública e logo uma maior assimetria de informação entre os participantes do mercado.

Antes de executar o modelo ARMA para cada série temporal, com o intuito de determinar o número de defasamentos,  $p$ , a incluir no modelo, foi empregado o critério de Bayesiano de Schwartz (BIC). Por outro lado, para descartar a não estacionariedade das séries temporais, recorreu-se ao teste aumentado de Dickey-Fuller (ADF). Caso se aceite a hipótese nula, indicativa que a série não é estacionária, aplica-se o número de diferenças necessárias no propósito de tornar a série estacionária.

A série temporal da volatilidade diária das ações foi calculada usando o estimador desenvolvido por Garman & Klass (1980):

$$rz_i = \sqrt{\left( \left( \ln \left( \frac{O_i}{C_{i-1}} \right) \right)^2 + \frac{1}{2} \left( \ln \left( \frac{h_i}{l_i} \right) \right)^2 - (2 \ln(2) - 1) \left( \ln \left( \frac{C_i}{O_i} \right) \right)^2 \right)} \quad (2)$$

em que,

$i$ : dia

$O_i$ : preço de abertura no dia  $i$

$C_i$ : preço de fecho no dia  $i$

$h_i$ : preço mais alto no dia  $i$

$l_i$ : preço mais baixo no dia  $i$

$C_{i-1}$ : preço de fecho no dia anterior

Sendo  $rz_i$  a nossa medida de volatilidade.

A série temporal da percentagem de *spread bid-ask* resulta da seguinte fórmula:

$$\%spread = \frac{(\text{preço ask} - \text{preço bid})}{\frac{(\text{preço ask} + \text{preço bid})}{2}}$$



Ao volume de transação foi aplicada a transformação logarítmica o que resulta na obtenção de valores mais próximos de uma lei normal.

### 3.2.2.2. *Variáveis explicativas*

A variável explicativa de maior interesse neste estudo consiste na **independência do Conselho de Administração**. A independência do Conselho de Administração é assumida caso exista pelo menos uma proporção de 0,5 administradores não-executivos independentes no Conselho. A independência do Conselho de Administração resulta na atribuição do valor 1 à observação e 0 caso não seja independente.

São empregadas mais duas variáveis independentes associadas à composição do Conselho de Administração: direção unitária e tamanho do Conselho de Administração.

A **direção unitária** pretende avaliar a centralidade de poderes delegados ao presidente do Conselho de Administração. Autoridade não repartida promove o entrincheiramento do presidente da Comissão Executiva, levando a comportamentos oportunistas que reduzem o património do acionista (Jensen & Meckling, 1976). A direção unitária pode conduzir ao controlo da agenda e matérias discutidas em reuniões do Conselho, limitando um debate esclarecedor com os restantes administradores e consequentemente agravar a assimetria de informação (Finkelstein & D'aveni 1994, p. 1082). Pelo contrário, é referido que a concentração das funções de presidente da Comissão executiva e presidente do Conselho de Administração principia linhas de autoridade e responsabilidade dentro da sociedade, impedindo a confusão entre administradores sobre quem é o líder da empresa (Finkelstein & D'aveni 1994, p. 1083). A separação de cargos fomenta, desta forma, a ambiguidade organizacional que se poderá repercutir no avolumar da assimetria de informação. Com o objetivo de mensurar o seu efeito sobre a assimetria de informação, observações em que o presidente do Conselho de Administração assuma cargo de presidente da Comissão Executiva obtêm o valor de 1 e 0 caso se encontrem separadas.

O **tamanho do Conselho de Administração** representa o número de administradores em funções no Conselho de Administração. Lipton & Lorsh (1992) referem que o agendamento de reuniões e obtenção de consensos durante encontros

administrativos é mais complexo e exigente em Conselhos de maior dimensão. Hidalgo *et al.*, (2011) documentam que Conselhos de Administração maiores predisõem as empresas a uma divulgação mais exaustiva de informação relativa a ativos intangíveis. Contudo, Hidalgo *et al.* (2011) verificam que esta relação não é linear, dado que quando o Conselho de Administração é constituído por mais de 15 elementos o efeito é inverso, justificando este resultado com o facto de Conselhos de maior dimensão constituírem eles próprios um obstáculo a consensos e à tomada tempestiva de decisões críticas. Desta forma, um maior número de administradores em funções pode traduzir-se na prevalência de maior assimetria de informação (Samaha *et al.*, 2015).

**Valor de mercado da empresa** é tomada como variável controlo. Lang & Lundholm (1993) testemunham que empresas de maior dimensão são mais eficazes na comunicação com analistas financeiros e investidores. Meek *et al.* (1995) documentam uma relação positiva entre a extensão da divulgação de informação de natureza financeira e não financeira e a dimensão da empresa. Conjetura-se, portanto, uma relação negativa entre as *proxies* da assimetria de informação e o valor de mercado da empresa.

O **rácio *book-to-market*** é identificada como variável controlo fruto da expectativa de subsistir maior assimetria de informação entre empresas com maiores oportunidades de crescimento, e logo um rácio *book-to-market* menor (Goh *et al.*, 2016).

A **concentração de participações sociais** é empregada como variável controlo. Dyck & Zingales (2004) revelam que nos países onde é possível extrair maior vantagem em virtude da posição de dominância sobre os direitos de voto, a concentração de participações sociais é maior implicando que a mesma poderá estar, de certa forma, associada a uma maior presença de informação privilegiada. Neste sentido, Ajinkya *et al.* (2005) provam empiricamente que a concentração de participações sociais em poucas entidades encontra-se negativamente associada à frequência de divulgação de projeções de resultados por parte do órgão de gestão. Em conformidade com Kim *et al.* (2007) e Kelton & Yang (2008), a nossa medida de concentração resulta da soma de todas as participações que perfaçam pelo menos 5% do capital social e que estejam na posse de uma entidade ou pessoa individual.

A **intangibilidade dos ativos** da sociedade é usada como variável controlo. Dyck & Zingales (2004) argumentam que administradores executivos têm maior

dificuldade de desviar recursos se os ativos vinculados à empresa são facilmente observáveis e cognoscíveis (p. 559). Aboody & Lev (2000) testemunham que existe maior quantidade de informação privilegiada em empresas que despendem intensivamente em atividades de pesquisa e desenvolvimento.

Empresas mais alavancadas tendem a recolher maior escrutínio por parte de entidades bancárias (Park & Shin, 2004). Neste sentido é inserida no modelo a variável **endividamento**. Por fim, o modelo incorpora a variável controlo **rendibilidade**, dado que ações mais rendíveis encontram-se associadas a maior *inside trading* (Aboody & Lev, 2000).

Os dados relativos à constituição do Conselho de Administração são recolhidos de forma manual e refletem a composição do Conselho de Administração no dia 31 de dezembro descrita de acordo com o Relatório & Contas e o Relatório do Governo das Sociedades e consultados nos respetivos sítios da internet institucionais. São contabilizados como membros do Conselho de Administração nos respetivos anos, administradores anteriormente exonerados das suas funções mas ainda a exercer cargo de administrador a 31 de dezembro.

Igualmente, dados respeitantes à concentração do capital social e endividamento provêm da informação contida nos Relatório & Contas e Relatórios do Governo das Sociedades. As variáveis remanescentes foram construídas a partir das bases de dados *Datastream* e *Worldscope*.

A Tabela 2 apresenta um resumo de todas as variáveis.

*Tabela 2: Descrição das variáveis*

<b>Variável</b>	<b>Definição</b>	<b>Fonte</b>
<i>VOL_R</i>	Média anual dos resíduos da série temporal volume de transação.	<i>Datastream</i>
<i>VOLAT_R</i>	Média anual dos resíduos da série temporal volatilidade.	<i>Datastream</i>
<i>SPREAD_R</i>	Média anual dos resíduos resultantes da série temporal percentagem <i>spread bid-ask</i> .	<i>Datastream</i>

<i>CONSIND (Conselho Independente)</i>	O Conselho de Administração é considerado independente caso a proporção de administradores não executivos independentes seja igual ou superior a 0,5, sendo-lhe atribuído o valor de 1 se 50% ou mais dos administradores forem independentes e 0 caso contrário.	Relatório & Contas, Relatório do Governo das Sociedades
<i>UNI (Unidade)</i>	Assume o valor de 1 caso seja imputado ao mesmo indivíduo o cargo de presidente da Comissão Executiva (CEO) e presidente do Conselho de Administração, 0 caso contrário.	Relatório & Contas, Relatório do Governo das Sociedades
<i>TCONS (Tamanho do Conselho)</i>	Nº total de administradores a exercer funções no Conselho de Administração.	Relatório & Contas, Relatório do Governo das Sociedades
<i>REND (Rendibilidade)</i>	Média anual da rendibilidade diária da ação.	<i>Datastream</i>
<i>BTM (Book-to-Market)</i>	Rácio do valor contabilístico de uma ação relativamente ao seu preço médio negociado durante o ano.	<i>Datastream e Worldscope</i>
<i>MCAP (Market Capitalization)</i>	Logaritmo natural do valor de mercado da empresa.	<i>Worldscope</i>
<i>INTA (Intangibilidade)</i>	Proporção de ativos intangíveis relativamente ao ativo total.	<i>Worldscope</i>
<i>END (Endividamento)</i>	Passivo total a dividir pelo ativo total.	Relatório & Contas
<i>CONC (Concentração)</i>	Soma de todas as participações sociais que perfaçam 5% e estejam na posse de uma só entidade ou pessoa singular.	Relatório & Contas, Relatório do Governo das Sociedades

### 3.2.3. Modelo de estimação

O teste empírico à hipótese formulada neste estudo implica a verificação da relação entre a assimetria de informação e a independência do Conselho de Administração. A sua exploração será concretizada por meio de três regressões em painel de acordo com o modelo econométrico de seguida enunciado:

$$\begin{aligned}
 IT_{i,t} = & \alpha + \beta_1 CONSIND_{i,t} + \beta_2 UNI_{i,t} + \beta_3 TCONS_{i,t} + \beta_4 REND_{i,t} + \beta_5 BTM_{i,t} \\
 & + \beta_6 MCAP_{i,t} + \beta_7 INTA_{i,t} + \beta_8 END_{i,t} + \beta_9 CONC_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

(4)

em que, *IT* denota a *proxy* de *inside trading*, medida alternativamente através de *VOL\_R*, *VOLAT\_R* e *SPREAD\_R*.

### 3.2.4. Descrição da amostra

A Tabela 3 contém as estatísticas descritivas da amostra.

*Tabela 3: Estatísticas descritivas*

Variável	Média	Mediana	D.P.	Mínimo	Máximo
<i>VOLAT_R</i>	-7,75e-006	-0,0002	0,0015	-0,0041	0,0050
<i>VOL_R</i>	0,0016	0,0035	0,0912	-0,2440	0,2710
<i>SPREAD_R</i>	-6,92e-006	-9,65e-005	0,0008	-0,00148	0,0040
<i>CONSIND</i>	0,2120	0,0000	0,4120	0,0000	1,0000
<i>UNI</i>	0,3850	0,0000	0,4910	0,0000	1,0000
<i>TCONS</i>	13,300	13,500	5,3500	4,0000	23,000
<i>REND</i>	0,0004	0,0004	0,0013	-0,0026	0,0040
<i>BTM</i>	1,1900	0,8270	1,2700	0,1410	7,1700
<i>MCAP</i>	7,1500	7,3800	1,6000	3,5600	9,2400
<i>INTA</i>	0,1910	0,1470	0,1910	0,0029	0,8560
<i>END</i>	0,6730	0,6910	0,1450	0,4560	0,9600
<i>CONC</i>	0,6100	0,6260	0,1540	0,1940	0,8040

Resultados apresentados apontam que somente 21,2% dos Conselhos de Administração são independentes. Em 38,5% dos casos, o presidente da Comissão Executiva é igualmente presidente do Conselho de Administração. Em média o Conselho de Administração é constituído por 13 elementos. O Conselho de Administração mais pequeno é formado por 4 administradores, ao passo que o Conselho maior é composto por 23 elementos. Em média, 61% do capital social pertence a acionistas detentores de uma participação igual ou superior a 5%.

A tabela 4 exhibe as médias simples e desvios-padrão do rácio de administradores não-executivos independentes no Conselho de Administração (*RACIND*), direção

unitária (*UNI*) e tamanho do Conselho de Administração (*TCONS*) para cada uma das 13 empresas, referentes aos anos de 2012, 2013, 2014 e 2015.

*Tabela 4: Médias e (desvios-padrão) das variáveis RACIND, UNI e TCONS de cada empresa*

<i>Empresa</i>	<i>RACIND</i>	<i>UNI</i>	<i>TCONS</i>
Altru SGPS	0,0000 (0,0000)	1,0000 (0,0000)	6,0000 (1,0000)
Banco Comercial Português	0,3284 (0,0456)	0,0000 (0,0000)	20,500 (0,8660)
EDP Energias de Portugal	0,5341 (0,0114)	0,0000 (0,0000)	22,000 (0,7071)
EDP Renováveis	0,5125 (0,0503)	0,0000 (0,0000)	16,000 (1,2247)
Galp Energia	0,3116 (0,0333)	0,0000 (0,0000)	20,000 (0,7071)
Jerónimo Martins	0,3258 (0,0330)	0,7500 (0,4330)	10,000 (1,0000)
Mota-Engil SGPS	0,1938 (0,0063)	0,7500 (0,4330)	15,500 (0,5000)
Novabase	0,1577 (0,0919)	0,2500 (0,4330)	11,750 (4,5484)
REN	0,2269 (0,0466)	1,0000 (0,0000)	14,500 (0,8660)
Semapa	0,2841 (0,0587)	0,7500 (0,4330)	10,500 (0,5000)
Sonae Capital	0,3500 (0,0289)	0,2500 (0,4330)	5,7500 (0,4330)
Sonae SGPS	0,5972 (0,1067)	0,2500 (0,4330)	9,2500 (0,4330)
The Navigator Company	0,0000 (0,0000)	0,0000 (0,0000)	11,750 (1,2990)

Esta tabela apresenta as médias e desvios-padrão (entre parênteses) das variáveis explicativas rácio de administradores não-executivos independentes no Conselho de Administração (*RACIND*), direção unitária (*UNI*) e tamanho do Conselho de Administração (*TCONS*) para cada uma das 13 empresas que compõem a amostra.

Os valores médios de *RACIND* apontam que somente três empresas da nossa amostra dispõem de Conselhos de Administração compostos por uma maioria de administradores independentes - EDP Energias de Portugal, EDP Renováveis e Sonae SGPS. De facto, os dados recolhidos indicam que a EDP Energias de Portugal e a Sonae SGPS apresentam Conselhos de Administração independentes nos quatro anos a que o nosso estudo se reporta, ao passo que o Conselho de Administração da EDP Renováveis encontra-se dominado por administradores independentes nos anos de 2013, 2014 e 2015. Estes dados sugerem que a nossa mostra comporta uma variabilidade reduzida no que concerne a independência do Conselho de Administração. Chamamos a atenção que esta circunstância limita-nos nas inferências a extrair dos resultados empíricos.

Relativamente a *UNI*, apenas a Altri SGPS e a REN indicam que os cargos de presidente do Conselho de Administração e presidente da Comissão Executiva encontram-se concentrados durante os quatro anos, enquanto o Banco Comercial Português, a EDP, a EDP Renováveis e a Galp Energia assinalam a sua separação total no decorrer do período em estudo. *TCONS* é do conjunto das variáveis relativas à composição do Conselho de Administração, aquela que apresenta maior variabilidade intraempresa. Os resultados da tabela 4 refletem que a EDP apresenta a maior média de administradores no Conselho (22), ao passo que a Sonae Capital a menor (5,75).

De acordo com a tabela 5, o rácio de administradores não-executivos independentes (*RACIND*) é próximo de 30% e relativamente estável durante o período em análise. As médias de *UNI* (0,3846) demonstram que a maioria das empresas opta por imputar os cargos de presidente da Comissão Executiva e presidente do Conselho de Administração a diferentes indivíduos. Por fim, a média do número de administradores que compõem o Conselho de Administração ronda os 13 elementos.

*Tabela 5: Médias e (desvios-padrão) das variáveis RACIND, UNI e TCONS relativas a cada ano*

Ano	<i>RACIND</i>	<i>UNI</i>	<i>TCONS</i>
2012	0,2952 (0,1620)	0,3846 (0,4865)	13,462 (5,4153)
2013	0,2980 (0,1719)	0,3846 (0,4865)	13,462 (5,4153)

2014	0,2873 (0,1762)	0,3846 (0,4865)	13,615 (5,0921)
2015	0,2955 (0,2218)	0,3846 (0,4865)	12,846 (5,2455)

Esta tabela apresenta os resultados das médias e desvios-padrão (entre parênteses) das variáveis explicativas rácio de administradores não-executivos independentes no Conselho de Administração (*RACIND*), direção unitária (*UNI*) e tamanho do Conselho de Administração (*TCONS*) para cada ano civil em estudo.

Tendo em consideração que *VOL\_R*, *VOLAT\_R*, *SPREAD\_R* são três medidas da assimetria de informação, as correlações entre as suas séries temporais deverão ser positivas e estatisticamente significativas dado que mensuram a mesma variável fundamental. A matriz de correlação de Pearson (Tabela 6) revela que a correlação entre a série temporal de resíduos do volume de transação (*VOL\_R*) e a série temporal de resíduos da volatilidade (*VOLAT\_R*) é positiva e significativa. Igualmente, a correlação entre a série temporal de resíduos da percentagem de *spread bid-ask* (*SPREAD\_R*) e a série temporal de resíduos da volatilidade (*VOLAT\_R*) é positiva e significativa ainda que o coeficiente de correlação seja menor. Somente o coeficiente de correlação entre *VOL\_R* e *SPREAD\_R* é positivo mas estatisticamente insignificante.

Tabela 6: Matriz de correlação entre as séries temporais dos resíduos

<i>VOLAT_R</i>	<i>VOL_R</i>	<i>SPREAD_R</i>	
1	<b>0,4082</b>	<b>0,1242</b>	<i>VOLAT_R</i>
	1	0,0128	<i>VOL_R</i>
		1	<i>SPREAD_R</i>

A Tabela 7 apresenta as correlações entre todas as variáveis. Os coeficientes de maior interesse reportam-se às correlações entre as *proxies* da assimetria de informação e a independência do Conselho de Administração (*CONSIND*). Os sinais são negativos mas estatisticamente insignificantes, não apoiando solidamente a hipótese do Conselho de Administração independente restringir a assimetria de informação. O coeficiente de correlação entre a independência do Conselho de Administração (*CONSIND*) e o logaritmo natural do valor de mercado da empresa (*MCAP*) é positivo e significativo (**0,3907**), sugerindo que empresas de maior dimensão mais frequentemente dispõem de



Conselhos constituídos por uma maioria de administradores independentes. O coeficiente de correlação entre *UNI* e *CONSIND* é negativo e significativo (**-0,3127**), propondo que em empresas com direção unitária, Conselhos tendem a ser menos independentes. Igualmente, empresas com liderança unitária possuem Conselhos de Administração mais pequenos (**-0,3797**).

Como esperado, empresas de maior dimensão tendem a possuir Conselhos compostos por mais administradores (**0,5578**). De referir, por último, que a direção unitária da empresa está associada a uma maior presença de ativos intangíveis e maior endividamento (**0,4125**; **0,3334** respetivamente).

Tabela 7: Matriz de correlação entre as variáveis do modelo

	<i>VOLAT_R</i>	<i>VOL_R</i>	<i>SPREAD_R</i>	<i>CONSIND</i>	<i>UNI</i>	<i>TCONS</i>	<i>REND</i>	<i>BTM</i>	<i>MCAP</i>	<i>INTA</i>	<i>END</i>	<i>CONC</i>
<i>CONC</i>	-0,0521	-0,0248	-0,0135	-0,0717	0,2010	<b>-0,4594</b>	0,1168	-0,0174	-0,1778	0,2584	<b>-0,4837</b>	1
<i>END</i>	-0,0091	-0,0342	-0,0111	-0,0542	<b>0,3334</b>	0,2356	0,0139	<b>-0,2746</b>	0,0929	0,1204	1	
<i>INTA</i>	0,0126	0,0038	-0,0025	-0,0583	<b>0,4125</b>	-0,036	-0,002	-0,1388	-0,0994	1		
<i>MCAP</i>	-0,0045	0,0837	-0,0600	<b>0,3907</b>	-0,2521	<b>0,5578</b>	-0,008	<b>-0,5581</b>	1			
<i>BTM</i>	0,1272	-0,2373	0,2460	-0,0625	-0,0944	<b>-0,2975</b>	-0,0067	1				
<i>REND</i>	<b>-0,4469</b>	0,0626	-0,0671	0,0718	-0,0600	-0,1669	1					
<i>TCONS</i>	0,0703	0,0948	0,0187	0,2504	<b>-0,3797</b>	1						
<i>UNI</i>	0,2421	-0,1066	0,2474	<b>-0,3127</b>	1							
<i>CONSIND</i>	-0,0365	-0,0300	-0,0357	1								
<i>SPREAD_R</i>	0,0767	<b>-0,6006</b>	1									
<i>VOL_R</i>	0,2278	1										
<i>VOLAT_R</i>	1											

### 3.3. Resultados e análise empírica

Antes de procedermos às regressões em painel, servimo-nos o teste de Hausman para apurar a conveniência do painel de observações ser modelado com efeitos fixos ou modelado com efeitos aleatórios. Todas as estatísticas demonstram uma significância ao nível de 1%, o que nos levou a selecionar a regressão em painel com efeitos fixos.

A Tabela 8 expõe os resultados das regressões do modelo referido na equação (4). A estatística R-quadrado é em todas as regressões superior a 50%, sendo que a primeira regressão (coluna 1) demonstra que 72,76% da variabilidade da *proxy* da assimetria de informação *VOLAT\_R* é explicada pelas nove variáveis independentes. A nossa discussão continua com uma análise transversal ao sinal e significância estatística do coeficiente de *CONSIND*. Relembramos que a significância e negatividade do coeficiente de *CONSIND* suporta H1. Resultados da Tabela 8 são consistentes com a hipótese que empresas com Conselhos de Administração formados por uma maioria de administradores não-executivos independentes conseguem reduzir a assimetria de informação. O coeficiente de *CONSIND* é negativo e estatisticamente significativo ( $p < 0,01$ ) para o conjunto das três *proxies* da assimetria de informação.

*Tabela 8: Regressões em painel da assimetria de informação sobre a independência do Conselho de Administração (1)*

Efeitos-fixos, usando 52 observações Incluídas 13 unidades de secção-cruzada Comprimento da série temporal = 4 Erros padrão robustos (HAC)			
Variável dependente:	(1) <i>VOLAT_R</i>	(2) <i>VOL_R</i>	(3) <i>SPREAD_R</i>
const	-0,0534*** (4,176)	0,8899 (-0,8064)	0,0155 (1,123)
<i>CONSIND</i>	-0,0013*** (-4,264)	-0,1645*** (-12,48)	-0,0007*** (-5,672)
<i>UNI</i>	0,0005 (0,5515)	-0,0639 (-0,8109)	0,0009 (1,15)
<i>TCONS</i>	0,0003*** (4,588)	0,0227*** (3,287)	0,0000 (0,3421)
<i>REND</i>	-0,9833*** (-5,098)	-16,44 (-1,625)	0,1764 (1,16)

<i>BTM</i>	0,0021*** (5,499)	-0,0417 (-1,101)	0,0005** (2,207)
<i>MCAP</i>	0,0052*** (4,808)	0,1419 (1,452)	-0,0013 (-1,228)
<i>INTA</i>	0,0054 (0,8949)	-0,5145 (-0,8261)	0,00156 (0,3437)
<i>END</i>	0,0165* (1,95)	-0,0384 (-0,0536)	-0,0116 (-1,101)
<i>CONC</i>	-0,0033 (-1,028)	-0,3036 (-1,377)	0,0006 (0,4591)
Dentro R-quadrado	0,7276	0,5274	0,5148

Esta tabela apresenta os resultados das estimações, utilizando como variáveis dependente as *proxies* da assimetria de informação. As variáveis anteriormente referidas foram obtidas por meio de processos autorregressivos. A regressão em painel considera uma secção-cruzada de 13 unidades para 4 intervalos de tempo, resultando num total de 52 observações. Na tabela constam as estimativas dos parâmetros e os t-estatísticos (entre parênteses). Valores com níveis de significância de 10%, 5% e 1% são denotados por \*, \*\* e \*\*\*, respetivamente. A última linha inclui o R-quadrado das respetivas regressões.

De acordo com todas as colunas, a direção unitária das empresas cotadas portuguesas (*UNI*) não promove e também não restringe a assimetria de informação entre investidores. A teoria da agência advoga que a centralização de funções executivas e de supervisão no mesmo sujeito pode potenciar o seu entrincheiramento (Finkelstein and D'aveni, 1994). Já a teoria da administração sugere que a direção unificada remove qualquer ambiguidade interna relativa às responsabilidades assumidas pelo líder executivo (Dalton *et al.*, 1998). Resultados não suportam nenhuma das perspetivas, sendo que a concentração dos cargos de presidente da Comissão Executiva e presidente do Conselho de Administração parece ser irrelevante na transparência corporativa e consequente redução da assimetria de informação.

Os coeficientes do tamanho do Conselho de Administração (*TCONS*) são positivos e estatisticamente significantes para as duas primeiras *proxies* da assimetria de informação ( $p < 0,01$ ), indicando que Conselhos de Administração maiores tendem a exacerbar a assimetria de informação. Resultado que é consistente com o argumento que Conselhos de Administração de maior dimensão tendem a conduzir as suas reuniões de modo excessivamente formal, limitando a discussão franca e frontal dos problemas da empresa (Lipton & Lorsh, 1992; Jensen, 1993). Pelo contrário, Conselhos mais pequenos restringem custos de coordenação ao mesmo tempo que incitam administradores a revelar informação privilegiada (Raheja, 2005). Neste sentido,

Yermack (1994) demonstra que Conselhos de Administração mais pequenos tendem a exonerar mais frequentemente CEO's após desempenhos empresariais fracos.

Os coeficientes da variável *book-to-market* (*BTM*) são significantes e positivos na primeira e última regressão em oposição às nossas expectativas. Igualmente, ao contrário do previsto, a dimensão da empresa (*MCAP*) possui um coeficiente positivo e significativo na primeira coluna.

O próximo conjunto de estimativas apresentadas na Tabela 9 resulta de regressões sucessivas em que as variáveis explicativas são excluídas do modelo por ordem decrescente do valor p, até que os respetivos coeficientes patenteassem um grau de significância de pelo menos 10%.

*Tabela 9: Regressões em painel da assimetria de informação sobre a independência do Conselho de Administração (2)*

Efeitos-fixos, usando 52 observações Incluídas 13 unidades de secção-cruzada Comprimento da série temporal = 4 Erros padrão robustos (HAC)			
Variável dependente:	(1) <i>VOLAT_R</i>	(2) <i>VOL_R</i>	(3) <i>SPREAD_R</i>
<i>const</i>	-0,0547*** (-4,549)	-0,8122* (-2,176)	-0,0010*** (-3,523)
<i>CONSIND</i>	-0,0012*** (-4,658)	-0,1773*** (-9,649)	-0,0005*** (-4,559)
<i>UNI</i>			
<i>TCONS</i>	0,0003*** (4,417)	0,0206*** (3,724)	
<i>REND</i>	-1,0390*** (-5,102)		
<i>BTM</i>	0,0022*** (7,408)	-0,0633** (-2,262)	0,0009*** (4,178)
<i>MCAP</i>	0,0053*** (4,87)	0,0912* (1,819)	
<i>INTA</i>			
<i>END</i>	0,0157** (2,335)		
<i>CONC</i>			
Dentro R-quadrado	0,6964	0,4656	0,3524

---

---

Esta tabela apresenta os resultados das estimações, utilizando como variáveis dependente as *proxies* da assimetria de informação. As variáveis anteriormente referidas foram obtidas por meio de processos autorregressivos. A regressão em painel considera uma secção-cruzada de 13 unidades para 4 intervalos de tempo, resultando num total de 52 observações. Na tabela constam as estimativas dos parâmetros e os t-estatísticos (entre parênteses). Valores com níveis de significância de 10%, 5% e 1% são denotados por \*, \*\* e \*\*\*, respetivamente. A última linha inclui o R-quadrado das respetivas regressões.

A primeira regressão perdeu pouco do seu poder explicativo, sendo o R-quadrado igual a 0,6964, revelando, assim, que a exclusão das variáveis *UNI*, *INTA* e *CONC* provocaram reduzido impacto na explicação da dispersão de *VOLAT\_R*. No entanto, a redução substancial do R-quadrado nas regressões das colunas (1) e (2) determina que o afastamento de variáveis menos significativas leva à perda de poder explicativo por parte dos modelos econométricos. O coeficiente *CONSIND* continua a ser negativo e estatisticamente significativo para todas as três *proxies* de assimetria de informação ( $p < 0,01$ ). *TCONS* mantêm a sua significância e positividade para as duas primeiras colunas ( $p < 0,01$ ), demonstrando, uma vez mais, que Conselhos de maior dimensão tendem a exacerbar a assimetria de informação entre investidores. Já coeficiente *BTM* possui sinal negativo na coluna (2), em oposição ao sinal positivo da mesma coluna na Tabela 8 e aos sinais das colunas restantes da Tabela 9. Tal como noticiado anteriormente, *MCAP* apresenta uma associação positiva e estatisticamente material com *VOLAT\_R* e *VOL\_R*, revelando que as empresas mais valorizadas do PSI-20 comportam maior assimetria de informação.

De modo inequívoco e em consonância com as principais conclusões de Kanagaretnam *et al.* (2007) e Goh *et al.* (2016), resultados empíricos deste estudo evidenciam o papel preponderante do administrador independente na minoração da assimetria de informação entre participantes de mercado. Sociedades cotadas coordenadas por Conselhos de Administração constituídos por uma proporção não inferior a 0,5 de administradores não-executivos independentes são mais transparentes e atenuam a desvantagem informacional dos *outsiders* para com os *insiders*, refletindo-se, assim, no comportamento mais uniforme do volume de transação, volatilidade de preços e *spread bid-ask*.

### 3.3.1. Testes de robustez

Com o intuito de averiguar a firmeza dos nossos resultados, é conduzido um conjunto de testes no desígnio de solidificar ou disputar as conclusões desenvolvidas no ponto anterior. O primeiro teste serve-se de duas *proxies* da assimetria de informação recorrentemente mencionadas na literatura: percentagem de *spread bid-ask* (*SPREAD*) e volatilidade (*VOLAT*). Os resultados das duas regressões encontram-se expostos na Tabela 10.

*Tabela 10: Regressões em painel da assimetria de informação sobre a independência do Conselho de Administração (teste de robustez 1)*

Efeitos-fixos, usando 52 observações Incluídas 13 unidades de secção-cruzada Comprimento da série temporal = 4 Erros padrão robustos (HAC)		
Variável dependente:	(1) <i>SPREAD</i>	(2) <i>VOLAT</i>
const	0,0130*** (23,66)	0,1128** (-2,977)
<i>CONSIND</i>	-3,7726e-05*** (-4,621)	-0,0024*** (-3,300)
<i>UNI</i>	0,0000 (0,4974)	0,0010 (0,5041)
<i>TCONS</i>	-8,3402e-06** (-2,616)	0,0005*** (3,068)
<i>REND</i>	0,0181** (2,442)	-2,4673*** (-4,815)
<i>BTM</i>	-7,7154e-05*** (8,211)	0,0064*** (7,41)
<i>MCAP</i>	-0,0001*** (-2,956)	0,0133*** (4,719)
<i>INTA</i>	0,0003 (0,7155)	0,0078 (0,6088)
<i>END</i>	-0,0009* (-1,819)	0,0416* (0,0961)
<i>CONC</i>	0,0000 (0,02937)	-0,0083 (-0,7982)
Dentro R-quadrado	0,6604	0,7113

---

---

Esta tabela apresenta os resultados das estimações, utilizando como variáveis dependente as *proxies* da assimetria de informação *spread bid-ask* (*SPREAD*) e volatilidade (*VOLAT*). A regressão em painel considera uma secção-cruzada de 13 unidades para 4 intervalos de tempo, resultando num total de 52 observações. Na tabela constam as estimativas dos parâmetros e os t-estatísticos (entre parênteses). Valores com níveis de significância de 10%, 5% e 1% são denotados por \*, \*\* e \*\*\*, respetivamente. A última linha inclui o R-quadrado das respetivas regressões.

Mais uma vez, o R-quadrado assume valores relativamente (0,6604 para *SPREAD* e 0,7113 para *VOLAT*). Em ambas as regressões o coeficiente de *CONSIND* é negativo e significativo em consonância com os resultados da Tabela 8 ( $p < 0,01$ ). Surpreendentemente, o coeficiente do tamanho do conselho (*TCONS*) é negativo na coluna (1) ( $p < 0,05$ ), em contraste com os resultados anteriores, mas positivo e significativo perante *VOLAT* ( $p < 0,01$ ). O coeficiente *MCAP* apresenta igualmente sinais contraditórios, sendo negativo na primeira coluna e positivo na segunda coluna.

Resultados apoiam de forma indubitável H1. Tendo em consideração o efeito negativo da divulgação de projeções financeiras sobre a volatilidade do preço das ações (Ajinkya *et al.*, 2005), é cabível, segundo os resultados dispostos da Tabela 10, que a independência do Conselho de Administração seja um fator preponderante na diminuição da assimetria de informação, repercutindo-se na diminuição da volatilidade do preço da ação.

Por outro lado, Gregoriou *et al.* (2005) documentam que a falta de acordo entre analistas financeiros relativamente aos resultados da empresa repercute-se no aumento do *spread bid-ask*, indicando uma situação de assimetria de informação. Estes resultados fomentam que maiorias independentes no Conselho são capazes de limitar a ambiguidade do ambiente informacional em torno da empresa e assim diminuir a diferença entre o preço *ask* e o preço *bid*.

O último conjunto de testes pretende averiguar possíveis diferenças perante a substituição da variável explicativa independência do Conselho (*CONSIND*), pela variável explicativa rácio de administradores não-executivos independentes no Conselho de Administração (*RACIND*). Assim a regressão a estimar é a seguinte:



$$IT_{i,t} = \alpha + \beta_1 RACIND_{i,t} + \beta_2 UNI_{i,t} + \beta_3 TCONS_{i,t} + \beta_4 P_{i,t} + \beta_5 BTM_{i,t} + \beta_6 MCAP_{i,t} + \beta_7 INTA_{i,t} + \beta_8 END_{i,t} + \beta_9 CONC_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

(5)

em que, *IT* denota a *proxy* de *inside trading*, medida alternativamente através de *VOL\_R*, *VOLAT\_R* e *SPREAD\_R*. Resultados são reportados na Tabela 11.

*Tabela 11: Regressões em painel da assimetria de informação sobre o rácio de independência do Conselho de Administração (teste de robustez 2)*

Efeitos-fixos, usando 52 observações Incluídas 13 unidades de secção-cruzada Comprimento da série temporal = 4 Erros padrão robustos (HAC)			
Variável dependente:	<i>VOLAT_R</i>	<i>VOL_R</i>	<i>SPREAD_R</i>
const	-0,0526*** (-4,149)	-0,9690 (-0,8249)	0,0156 (1,093)
<i>RACIND</i>	-0,0022 (-0,7280)	0,1515 (0,4616)	-0,0005 (-0,2137)
<i>UNI</i>	0,0006 (0,6788)	-0,0823 (-1,032)	0,0009 (1,052)
<i>TCONS</i>	0,0003*** (3,734)	0,0179** (2,295)	0,0000 (0,1547)
<i>REND</i>	-0,9873*** (-5,178)	-19,775* (-1,869)	0,1695 (1,078)
<i>BTM</i>	0,0021*** (5,849)	-0,0361 (-1,077)	0,0005* (2,155)
<i>MCAP</i>	0,0051*** (4,92)	0,1481 (1,491)	-0,0013 (-1,198)
<i>INTA</i>	0,0061 (0,9748)	-0,5061 (-0,8376)	0,0018 (0,386)
<i>END</i>	0,0158* (1,858)	-0,0075 (-0,01005)	-0,0118 (-1,067)
<i>CONC</i>	-0,0031 (-1,053)	-0,3058 (-1,395)	0,0007 (0,5079)
Dentro R-quadrado	0,720782	0,4872	0,5046

---

---

Esta tabela apresenta os resultados das estimações, utilizando como variáveis dependente as *proxies* da assimetria de informação. As variáveis anteriormente referidas foram obtidas por meio de processos autorregressivos. A regressão em painel considera uma secção-cruzada de 13 unidades para 4 intervalos de tempo, resultando num total de 52 observações. Na tabela constam as estimativas dos parâmetros e os t-estatísticos (entre parênteses). Valores com níveis de significância de 10%, 5% e 1% são denotados por \*, \*\* e \*\*\*, respetivamente. A última linha inclui o R-quadrado das respetivas regressões.

De modo geral, como demonstra a comparação dos R-quadrados entre as Tabelas 8 e 11, o poder explicativo do modelo econométrico é inferior perante a substituição de *CONSIND* por *RACIND*. Nenhum dos coeficientes de *RACIND* apresenta ser estatisticamente significativo, assumindo, inclusive, sinal positivo quando a *proxy* da assimetria de informação é *VOL\_R*. Mais uma vez, conduzimos a mesma sucessão de regressões em que as variáveis explicativas são excluídas do modelo por ordem decrescente do valor p (à exceção de *RACIND*), até os respetivos coeficientes patentarem um grau de significância de pelo menos 10%. Os resultados destas regressões (não apresentados) não se distinguem substancialmente das estimativas exibidas na Tabela 11, sendo que *RACIND* mantém a sua insignificância estatística.

Estes resultados, em conjunto com os resultados contidos na tabela 8, sugerem que os administradores independentes apenas conseguem influenciar e persuadir empresas a serem mais transparentes e a melhorarem a sua comunicação com os investidores quando existe uma maioria de membros independentes no Conselho de Administração. Neste sentido, Byrd & Hickman (1992) evidenciam a necessidade de uma maioria de administradores independentes no Conselho por forma a afetar positivamente a rendibilidade da ação da empresa licitadora nos instantes posteriores ao anúncio da OPA. Documentam igualmente que Conselhos de Administração com reduzidas frações de membros independentes produzem o efeito inverso daquele referido anteriormente, ou seja, influenciam negativamente a rendibilidade da ação da empresa licitadora.

Por outro lado, num contexto nacional de elevada concentração do capital social e limitada proteção dos acionistas minoritários e investidores independentes, é previsível, com base nos artigos de Park & Shin (2004), Li *et al.* (2015), Ruland *et al.* (1990), García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) e Hidalgo *et al.* (2011), que somente um Conselho de Administração constituído por uma maioria de administradores

independentes consiga limitar os conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários, utilizando ou incentivando formas de comunicação para reduzir a assimetria de informação entre estes.

## 4. Conclusão

Este estudo examina a relação entre a independência do Conselho de Administração e a assimetria de informação. Baiman & Verrecchia (1996), Frankel & Li (2004) e Welker (1995) demonstram que a divulgação voluntária de informação, melhor comunicação com os investidores e transparência corporativa, mitigam a assimetria de informação entre investidores. Estudos subsequentes revelam que a composição do Conselho de Administração tem um impacto significativo na quantidade e qualidade da informação publicamente veiculada (Ajinkya et al., 2005; Patelli & Prencipe, 2007; Chen & Jaggi, 2000).

As regressões em painel das três principais *proxies* da assimetria sobre um conjunto de variáveis explicativas demonstram que empresas com Conselhos de Administração em que pelo menos metade dos administradores são considerados formalmente independentes, conseguem limitar a assimetria de informação entre investidores. Estes resultados reforçam as conclusões dos estudos de Kanagaretnam *et al.* (2007) e Goh *et al.* (2016), reveladores que a admissão de administradores independentes nas empresas desempenha num fator essencial na redução da assimetria de informação.

Resultados obtidos também evidenciam, ainda que de forma menos assertiva, que empresas com Conselhos de Administração mais reduzidos conseguem mitigar a assimetria de informação. De forma geral, os resultados ocasionados pelos testes de robustez demonstram o efeito negativo da independência do Conselho de Administração sobre a assimetria de informação. Todavia quando substituímos a independência do Conselho pelo rácio de administradores não-executivos independentes, a sua significância estatística é anulada. Este desfecho denuncia que somente Conselhos de Administração de maioria independente conseguem notabilizar-se na defesa dos interesses de acionistas minoritários ao diminuir a vantagem informacional de *insiders* (administradores executivos e acionistas influentes) sobre *outsiders* (acionistas minoritários e investidores independentes).

Estes resultados não surpreendem, tendo em perspectiva que diversos estudos demonstram que os benefícios associados à inclusão de mais administradores independentes nas empresas são atenuados ou suprimidos pela concentração do capital

social e fraca proteção do acionista minoritário (Park & Shin, 2004; Li *et al.*, 2015; Ruland *et al.*, 1990).

De modo geral, resultados apoiam o entendimento bastante difundido que administradores não-executivos independentes são preponderantes num bom Governo das Sociedades. Contudo, em contexto nacional as suas qualidades sobressaem somente quando se encontram em maioria no Conselho. Sendo que o problema de agência entre acionista maioritário e acionista minoritário é vincado perante condições de assimetria de informação, resultados aventam que a anterior recomendação elaborada pela CMVM, (propondo que pelo menos um quarto dos elementos do Conselho de Administração deve ser independente), não tenha produzido efeito sobre a limitação dos conflitos de agência.

## Referências bibliográficas

- Aboody, D., & Lev, B. (2000). Information asymmetry, R&D, and insider gains. *The Journal of Finance*, 55(6), 2747-2766.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343-376.
- Andersen, T. G. (1996). Return volatility and trading volume: An information flow interpretation of stochastic volatility. *The Journal of Finance*, 51(1), 169-204.
- Baiman, S., & Verrecchia, R. E. (1996). The relation among capital markets, financial disclosure, production efficiency, and insider trading. *Journal of Accounting Research*, 1-22.
- Blue Ribbon Committee, 1999. *Report and recommendations of the Blue Ribbon Committee on improving the effectiveness of corporate audit committee*. New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers, Nova York.
- Borokhovich, K. A., Parrino, R., & Trapani, T. (1996). Outside directors and CEO selection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 337-355.
- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35(3), 371-390.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32(2), 195-221.
- Cadbury Report Committee (1992), *Report of The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres: Gee.
- Chancharat, N., Krishnamurti, C., & Tian, G. (2012). Board structure and survival of new economy IPO firms. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 144-163.

- Chen, C. J., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), 285-310.
- Chen, W. P., Chung, H., Lee, C., & Liao, W. L. (2007). Corporate governance and equity liquidity: Analysis of S&P transparency and disclosure rankings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 644-660.
- CMVM (2008). *Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar*.  
<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Entendimentos/Pages/Entendimentos-da-CMVM-sobre-a-Divulga%C3%A7%C3%A3o-de-Inforna%C3%A7%C3%A3o-Privilegiada-por-Emitentes---Conceitos,-Linhas-de-Orienta%C3%A7%C3%A3o,-Exempl.aspx> [30 de junho de 2017].
- CMVM (2014) *Relatório Anual Sobre O Governo Das Sociedades Cotadas Em Portugal*.  
[http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosociadescotadas/Pages/Relatorios\\_GovernoSociedades\\_Home.aspx?pg](http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosociadescotadas/Pages/Relatorios_GovernoSociedades_Home.aspx?pg) [21 de agosto de 2017].
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73-100.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3), 269-290.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Del Carmen Briano-Turrent, G., & Rodríguez-Ariza, L. (2016). Corporate governance ratings on listed companies: An institutional perspective in Latin

- America. *European Journal of Management and Business Economics*, 25(2), 63-75.
- Downen, R. J., Johnson, J. M., & Jensen, G. R. (1994). Poison pills and corporate governance. *Applied Financial Economics*, 4(4), 305-313.
- Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O. (2010). When are outside directors effective?. *Journal of financial economics*, 96(2), 195-214.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: An international comparison. *The Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Carlson, M., Fisher, A., & Giammarino, R. (2004). Corporate investment and asset price dynamics: implications for the cross-section of returns. *The Journal of Finance*, 59(6), 2577-2603.
- Elshandidy, T., & Hassanein, A. (2014). Do IFRS and board of directors' independence affect accounting conservatism?. *Applied Financial Economics*, 24(16), 1091-1102.
- Enriques, L., & Volpin, P. (2007). Corporate governance reforms in continental Europe. *The journal of economic perspectives*, 21(1), 117-140.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of financial economics*, 65(3), 365-395.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Ferreira, D., Ferreira, M. A., & Raposo, C. C. (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics*, 99(3), 523-545.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2007). Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 86(2), 306-336.



- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108.
- Forker, J. J. (1992). Corporate governance and disclosure quality. *Accounting and Business research*, 22(86), 111-124.
- Frankel, R., & Li, X. (2004). Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 229-259.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 589-606.
- Hidalgo, R. L., García-Meca, E., & Martínez, I. (2011). Corporate governance and intellectual capital disclosure. *Journal of Business Ethics*, 100(3), 483-495.
- IPCG (2016). *Código De Governo Das Sociedades*. [http://www.cgov.pt/index.php?option=com\\_content&task=view&id=1085&Itemid=1](http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=1085&Itemid=1) [11 de julho de 2017].
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2010). The association of board independence and ownership concentration with voluntary disclosure: A meta-analysis. *European Accounting Review*, 19(3), 603-627.
- Garman, M. B., & Klass, M. J. (1980). On the estimation of security price volatilities from historical data. *Journal of business*, 67-78.
- Goh, B. W., Lee, J., Ng, J., & Ow Yong, K. (2016). The effect of board independence on information asymmetry. *European Accounting Review*, 25(1), 155-182.
- Gregoriou, A., Ioannidis, C., & Skerratt, L. (2005). Information Asymmetry and the Bid- Ask Spread: Evidence From the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9- 10), 1801-1826.

- Jaggi, B., Leung, S., & Gul, F. (2009). Family control, board independence and earnings management: Evidence based on Hong Kong firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 281-300.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, W., Wan, H., & Zhao, S. (2015). Reputation concerns of independent directors: Evidence from individual director voting. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 655-696.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of financial Economics*, 58(1), 141-186.
- Kanagaretnam, K., Lobo, G. J., & Whalen, D. J. (2007). Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 497-522.
- Kelton, A. S., & Yang, Y. W. (2008). The impact of corporate governance on Internet financial reporting. *Journal of accounting and Public Policy*, 27(1), 62-87.
- Kim, K. A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., & Nofsinger, J. R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 859-880.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2011). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1-29.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of accounting research*, 246-271.

- La Porta, R., Lopez- de- Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000a). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000b). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1), 3-27.
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U. R., & Zhang, Z. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance—Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, 41, 162-175.
- Li Eng, L., & Kiat Teo, H. (1999). The relation between annual report disclosures, analysts' earnings forecasts and analyst following: Evidence from Singapore. *Pacific Accounting Review*, 11(1/2), 219-239.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The business lawyer*, 59-77.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of international business studies*, 26(3), 555-572.
- Nasdaq (2006) *Equity Rules*. Nova York, [http://nasdaq.cchwallstreet.com/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/chp\\_1\\_1/chp\\_1\\_1\\_4/chp\\_1\\_1\\_4\\_3/chp\\_1\\_1\\_4\\_3\\_8/default.asp](http://nasdaq.cchwallstreet.com/nasdaq/main/nasdaq-equityrules/chp_1_1/chp_1_1_4/chp_1_1_4_3/chp_1_1_4_3_8/default.asp) [14 de junho 2017].
- NYSE (2013) *Listed Company Manual*. Nova York, <http://wallstreet.cch.com/LCM/> [14 de junho 2017].
- Park, Y. W., & Shin, H. H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of corporate Finance*, 10(3), 431-457.

- Patelli, L., & Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16(1), 5-33.
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 79(4), 1119-1151.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(2), 283-306.
- Ruland, W., Tung, S., & George, N. E. (1990). Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. *Accounting Review*, 710-721.
- Samaha, K., Khlif, H., & Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: A meta-analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 13-28.
- Silva, Artur Santos; Vitorino, António; Alves, Carlos Francisco; da Cunha, Jorge Arriaga; Monteiro, Manuel Alves (2006) *Livro Branco Sobre Corporate Governance Em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance, [http://www.cgov.pt/cGov/images/PDF/libro\\_bianco\\_cgov\\_pt.pdf](http://www.cgov.pt/cGov/images/PDF/libro_bianco_cgov_pt.pdf) [2 de junho de 2017].
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Uzun, H., Szewczyk, S. H., & Varma, R. (2004). Board composition and corporate fraud. *Financial Analysts Journal*, 60(3), 33-43.
- Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary accounting research*, 11(2), 801-827.
- World Bank (2017) *Doing Business 2017: Equal Opportunity for All*. Washington, DC: The World Bank, DOI: 10.1596/978-1-4648-0948-4.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.

Zhang, X. (2006). Information uncertainty and stock returns. *The Journal of Finance*, 61(1), 105-137.