



Instituto Superior de Gestão

A Eficácia da *Corporate Governance* na Era Digital

Hugo Filipe Árias Ruivo Serras

Dissertação de Mestrado para Obtenção do Grau de Mestre
em Estratégia de Investimento e Internacionalização

Orientador: Professor Doutor Rui Moreira de Carvalho
Professor Associado Instituto Superior de Gestão

Lisboa
2022

Resumo

Este estudo analisa “A Eficácia da *corporate governance* na Era Digital”, sendo que se entende por eficácia de governo empresarial o funcionamento do modelo de gestão nas empresas na perspectiva de criar valor equitativo e perene às partes interessadas.

A *corporate governance*, através dos conselhos de administração, têm a responsabilidade de controlar as empresas, impedindo os gestores, ou outros, de cometerem condutas incorretas (intencionais ou acidentais).

A digitalização da economia permite um melhor trabalho do conselho de administração sobre a monitorização da gestão de topo para otimizar a responsabilidade social corporativa (CSR). Quais as condições que tendem a tornar esse controlo mais eficaz?

A definição de regras e normas adequadas e sua implementação, e o *follow up* da sua execução promovem ganhos acrescidos de confiança e de reputação.

Assiste-se na generalidade dos mercados a um declínio substancial e estrutural nas cotações de empresas de menor crescimento, distanciando uma parte destas do acesso ao financiamento a condições competitivas de capital, assim como a uma diminuição do número de empresas cotadas. A falta de confiança na informação disponibilizada pelas empresas é um dos motivos. Como recuperar a confiança?

Sugerimos que a relação entre digitalização e reputação pode ser uma alavanca para a gestão do desempenho e para aumentar a eficácia do governo empresarial das empresas.

A tecnologia da informação é uma locomotiva para novas indústrias e modelos de trabalho em contextos até agora tidos como conservadores como é o governo empresarial.

Como é citado, conceptualmente, o "fazer o bem" (CSR) e o "evitar o mal" (CSiR) são considerados comportamentos distintos. Compete-nos sugerir pistas para melhorar o que deve mudar e consolidar o que deve ser mantido. É uma questão de integridade.

Palavras-Chave: Mercado; *Corporate Governance*; Eficácia; Digitalização; Integridade.

Summary

This study analyzes "The Effectiveness of corporate governance in the digital age", which is understood as the effectiveness of corporate governance the functioning of the management model in companies with a view to creating equitable and perennial value to stakeholders.

Corporate *governance*, through boards of directors, has the responsibility to control companies, preventing managers, or others, from committing misconduct (intentional or accidental).

The digitization of the economy allows for better work by the board of directors on monitoring top management to optimize corporate social responsibility (CSR). What conditions tend to make this control more effective?

The definition of appropriate rules and standards and their implementation, and the follow up of their implementation promote increased gains in trust and reputation.

In the general number of markets, there is a substantial and structural decline in the quotations of lower-growth companies, distancing some of them from access to finance to competitive capital conditions, as well as a decrease in the number of listed companies. The lack of confidence in the information provided by companies is one of the reasons. How to regain confidence?

We suggest that the relationship between digitization and reputation can be a lever for performance management and to increase the effectiveness of corporate government of companies.

Information technology is a locomotive for new industries and working models in contexts so far regarded as conservative as is business government.

As is conceptually mentioned, "doing good" (CSR) and "avoiding evil" (CSiR) are considered distinct behaviors. It is up to us to suggest clues to improve what should change and consolidate what should be maintained. It's a matter of integrity.

Keywords: Market; *Corporate Governance*; Effectiveness; Digitization; Integrity.

Agradecimentos

A construção de uma tese de mestrado é uma longa viagem, que nos envolve de forma inúmera em desafios, incertezas, alegrias e tristezas que promovem um enriquecimento permanente de conhecimento intelectual e emocional.

Ultrapassados os percalços que o caminho impõe, é um processo íntimo a que qualquer investigador está destinado, mas não é um processo solitário pelo contributo de várias pessoas que se tornam indispensáveis à caminhada.

Construir é um processo social e como tal o apoio recolhido com concentrações adequadas de encorajamento, energia e ensinamentos que nos levam ao destino.

Desejo registar o agradecimento que, de forma encarecida, recebi pelo apoio do Senhor Professor Doutor Rui Moreira de Carvalho, de quem tive o privilégio de ser meu orientador.

A sua forma firme, decidida, rigorosa, crítica, empenho inexcedível e saudavelmente exigente, reforçou em mim a consciência de que esta era uma oportunidade única de desenvolver as minhas capacidades podendo inclusivamente recolher de si um elevado e rigoroso conhecimento ao nível científico, o que contribuiu para me enriquecer, orientando-me de forma exemplar extravasando largamente no seu dever. Agradeço também à sua família e amigos pelas horas que privei por dedicação ao presente trabalho.

À minha mulher, Margarida Mamede, pela partilha, companheirismo, exigência e encorajamento em todos os momentos, bem como pela leitura crítica e atenta das versões preliminares desta tese, contribuindo de forma empenhada para o seu aperfeiçoamento e conclusão.

Às minhas filhas, Matilde e Filipa, que amo de forma incondicional, pela compreensão, que espero poder compensar das horas de atenção e brincadeiras que lhes devo e, pela forma como concentradamente se sentaram a meu lado para estudarem, sem silêncio, enquanto me dedicava neste percurso que por elas, também, me motivei.

Aos meus pais, Isabel e Rui, meus alicerces, que privei de maior proximidade e disponibilidade numa fase de vida que de mim precisam de mais atenção e ofereceram a generosidade e tolerância necessária para a persecução desta missão. E, a toda a família.

Abreviaturas e acrónimos

AML	Anti-branqueamento de Capitais (Anti-Money Laundering)
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CS	Sustentabilidade das Empresas (<i>Corporate Sustainability</i>)
CSiR	Irresponsabilidade Social Corporativa (<i>Corporate Social Irresponsability</i>)
CSR	Responsabilidade Social Corporativa (<i>Corporate Social Responsibility</i>)
DLT	Tecnologia de Contabilidade Digital (<i>Distributed Ledger Technology</i>)
EBA	Autoridade Bancária Europeia
EFT	Fundo Negociado Em Bolsa (<i>exchange-traded fund</i>)
EUA	Estados Unidos da América
FI	Instituições Financeiras (<i>Financial Institutions</i>)
I&D	Investigação e Desenvolvimento
IPOs	Ofertas Públicas Iniciais (<i>Initial Public Offerings</i>)
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OTC	<i>Over to Counter</i>
RSC	Responsabilidade Social Corporativa (<i>Corporate Social Responsibility</i>)
TIC	Tecnologias de Informação e Comunicação

Glossário

Anti-branqueamento de Capitais (*Anti-Money Laundering*) (AML) - refere-se à teia de leis, regulamentos e procedimentos destinados a descobrir esforços para disfarçar fundos ilícitos como rendimento legítimo. O branqueamento de capitais procura ocultar crimes que vão desde a evasão fiscal e o tráfico de droga a corrupção pública e o financiamento de grupos designados como organizações terroristas. (Alexandre & Balsa, 2017)

A legislação da AML foi uma resposta ao crescimento da indústria financeira, ao levantamento dos controlos de capital internacionais e à facilidade crescente de condução de cadeias complexas de transações financeiras. (Assi, 2020)

Branqueamento de Capitais - é o processo ilegal de fazer grandes quantidades de dinheiro geradas por atividades criminosas, como o tráfico de droga ou o financiamento terrorista, que parecem ter vindo de uma fonte legítima. O dinheiro da atividade criminosa é considerado sujo, e o processo "lava" para que pareça limpo. (Dominguez, 2014)

Este mecanismo é essencial para as organizações criminosas que desejam utilizar o dinheiro obtido ilegalmente de forma eficaz. Negociar grandes quantidades de dinheiro ilegal é ineficiente e perigoso. Os criminosos precisam de uma forma de depositar o dinheiro em instituições financeiras legítimas, mas só o podem fazer se parecerem provenientes de fontes legítimas. (Oliveira, 2018)

Codeterminação - é o termo adotado pela UE na Diretiva 2001/86/CE, de 8 de outubro de 2001, que completa o Estatuto da Sociedade Europeia no que respeita ao envolvimento dos trabalhadores (SE-Diretiva). No Art.º 2, (k): "participação" refere-se à influência do órgão representativo dos trabalhadores e/ou dos representantes dos trabalhadores nos negócios de uma sociedade através do direito de eleger ou nomear alguns dos membros do órgão de fiscalização ou de administração da sociedade, ou direito de recomendar e/ou opor-se à nomeação de alguns ou todos os membros do órgão de fiscalização ou de administração da sociedade (Munkholm, 2018)

Controlos de Capitais - representa qualquer medida tomada por um governo, banco central ou outro organismo regulador para limitar o fluxo de capitais estrangeiros dentro e fora da economia nacional.

Estes controlos incluem impostos, tarifas, legislação, restrições de volume e forças baseadas no mercado. Os controlos de capital podem afetar muitas classes de ativos, tais como ações, obrigações e transações cambiais.

São estabelecidos controlos de capital para regular os fluxos financeiros dos mercados de capitais para dentro e para fora da conta de capital de um país. Estes controlos podem ser a nível económico ou específicos de um sector ou indústria. A política monetária do governo pode decretar o controlo de capitais. Podem restringir a capacidade dos cidadãos nacionais de adquirirem ativos estrangeiros, referidos como controlos de saída de capital, ou a capacidade dos estrangeiros de comprarem ativos domésticos, conhecidos como controlos de fluxo de capital.

Os controlos apertados são encontrados na maioria das vezes nas economias em desenvolvimento, onde as reservas de capital são mais baixas e mais suscetíveis à volatilidade.

Empresa – segundo a *Dutch Corporate Governance Code*, Código de Governação Corporativa dos Países Baixos, aprovado em 2017, baseia-se na noção de que uma empresa é uma aliança a longo prazo entre os seus vários *stakeholders*. (Lokin, 2019)

Instituições financeiras - uma instituição financeira (FI) é uma empresa envolvida no negócio de operações financeiras e monetárias, tais como depósitos, empréstimos, investimentos e câmbio. As instituições financeiras englobam um vasto leque de operações comerciais no sector dos serviços financeiros, incluindo bancos, empresas fiduciadas, companhias de seguros, empresas de corretagem e negociantes de investimento.¹

Praticamente todos os que vivem numa economia desenvolvida têm uma necessidade permanente ou pelo menos periódica dos serviços das instituições financeiras. (Bento, 2016)

As instituições financeiras oferecem uma vasta gama de produtos e serviços para clientes individuais e comerciais. Os serviços específicos oferecidos variam muito entre diferentes tipos de instituições financeiras.

¹ Consultado em <https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/publicacoes/1269>

Um banco comercial é um tipo de instituição financeira que aceita depósitos, oferece serviços de conta de verificação, faz empréstimos comerciais, pessoais e hipotecários, e oferece produtos financeiros básicos como certificados de depósito (CDs) e contas de poupança a particulares e pequenas empresas. Um banco comercial é onde a maioria das pessoas faz a sua banca, ao contrário de um banco de investimento.

Os bancos de investimento especializam-se na prestação de serviços destinados a facilitar operações empresariais, como o financiamento de despesas de capital e ofertas de capital, incluindo ofertas públicas iniciais (IPOs). Oferecem também serviços de corretagem para investidores, atuam como decisores de mercado para trocas comerciais e gerem fusões, aquisições e outras reestruturações empresariais. (Brandão, 2019)

Empresas de investimento e corretoras, como o fundo mútuo e o prestador de fundos de câmbio (ETF) Fidelity Investments, especializam-se na prestação de serviços de investimento que incluem serviços de gestão de riqueza e consultoria financeira.

Tecnologia de Contabilidade Digital (DLT) – é uma base de dados distribuída partilhada onde não existe armazenamento ou administração de dados centralizados. Pelo seu design, adapta-se bem a soluções descentralizadas, que visam evitar ter qualquer ponto de insucesso. Enquanto as moedas digitais, como a bitcoin (Nakamoto, 2008), foram as primeiras aplicações que aproveitaram a DLT, outras aplicações, que vão desde registos prediais a sistemas transacionais para financiamento comercial, em desenvolvimento e em fase de testes. Uma das tecnologias mais intrigantes e promissoras relacionadas com a DLT são os contratos inteligentes (Duran & Griffin, 2018).

Integridade - Cumprimento de regras contra ações ilícitas, incluindo a adesão a regras contra subornos e corrupção, combate ao branqueamento de capitais e combate ao financiamento do terrorismo; bem como relatórios consistentes e completos (Fragoso, 2022).

Stakeholders – partes interessadas de uma empresa - são grupos e indivíduos que, direta ou indiretamente influenciam ou são influenciados pela realização dos objetivos da empresa. São exemplos colaboradores, acionistas, credores, fornecedores e clientes (Bertoldi, 2022).

Índice

Abreviaturas e acrónimos	IV
Glossário	V
Índice Figuras	X
Índice Tabelas.....	X
1. Introdução	1
1.1 Estrutura do Trabalho	3
2. Revisão da Literatura	4
2.1 A <i>corporate governance</i>	5
2.2 <i>Corporate Social Responsibility</i> (CSR) versus <i>Corporate Social Irresponsability</i> (CSiR).....	6
2.1 A teoria da agência & as partes interessadas	9
2.2 A Era Digital.....	11
2.3 <i>Smart contracts</i>	12
2.4 A reputação.....	13
2.5 As redes sociais	14
3. Responsabilidade da <i>Corporate Governance</i>	15
3.1 Distribuição por género e representatividade, independência e formação e o plano de sucessão do Conselho de Administração	18
3.2 A (des) confiança como elemento relevante do mercado bolsista.....	19
3.3 As instituições e o comportamento do governo das empresas	21
4. Modelo de Investigação	27
4.1 Recolha de Informação	27
4.2 Pergunta de Partida.....	29
4.3 O papel da auditoria no apoio aos trabalhos do Conselho de Administração	31
4.4 Função de monitorização dos trabalhos dos administradores executivos	32
4.5 Novos instrumentos de tecnologia de contabilidade digital (DLTs)	33
4.6 Instrumentos digitais de apoio ao trabalho do Conselho de Administração.....	35
5. Conclusões	37
5.1 Limitações e sugestões para investigação	38
6. Bibliografia	39

Índice Figuras

Figura 1	Universo de empresas cotadas, a partir do final de 2020	20
Figura 2	– Nuvem de palavras com as palavras-chave (<i>key word</i>) mais frequentes	29

Índice Tabelas

Tabela 2	Características do mercado e da propriedade, 2020	23
Tabela 1	– Número de citações utilizadas como palavras-chave (<i>key words</i>).....	28

1. Introdução

Esta investigação enquadra “A Eficácia da *corporate governance* na Era Digital” na gestão das empresas visando investigar a relação entre a transformação digital das empresas e a sua reputação.

A literatura lança luz sobre o impacto que a digitalização tem sobre os modelos de negócio das empresas, resultando em mudanças relevantes na sua estrutura, processos (Clohessy et al., 2017) e as relações com as partes interessadas. Assim, a digitalização é "um processo que visa melhorar uma entidade, desencadeando mudanças significativas nas suas propriedades através de combinações de informação, computação, comunicação e tecnologias de conectividade" (Vial, 2019). Isto é particularmente crítico quando estamos na fase embrionária de um processo disruptivo com desafios, oportunidades e riscos (Bernini, Ferretti & Angelini, 2021).

A transformação digital é um elemento-chave dos processos de criação de conhecimento através do qual podem ser gerados recursos intangíveis. A evolução da estrutura de investimento, em que a componente digital tende a aumentar geometricamente suportado em capital intangível (Corrado & Hulten, 2010; ECB, 2018).

Neste contexto, a reputação, considerada como um ativo estratégico intangível (Itami & Roehl, 1987), representa uma questão crucial e a sua boa gestão pode proporcionar benefícios, tais como maior desempenho financeiro, facilitação no financiamento, recrutamento e retenção talento e, em última análise, criação de valor.

A importância de uma boa reputação tem sido enfatizada desde a crise financeira de 2008. Centrando-se na governação, os Códigos de *Corporate Governance* fornecem orientações para uma cooperação e gestão eficazes. A *governance* tem a ver com gestão e controlo, com responsabilidade, influência, com supervisão e responsabilização.

Os códigos de conduta têm por objetivo facilitar – com ou em relação a outras leis e regulamentos – um sistema sólido e transparente de controlos e saldos nas sociedades cotadas e, para o efeito, regular as relações entre as partes relacionadas oferecendo aos órgãos sociais da empresa, designadamente o conselho de administração, o conselho fiscal, os acionistas (incluindo a assembleia geral de acionistas) e os empregados. O cumprimento do Código

contribui para a confiança na boa e responsável gestão das empresas e na sua integração na sociedade.

O discurso sobre o papel das empresas na sociedade tem uma longa história, e com os crescentes desafios ambientais e sociais que a sociedade enfrenta, este papel tem sido cada vez mais escrutinado por vários quadrantes (Vermeulen & Witjes, 2016; Dyllick & Muff, 2016).

Consequentemente as empresas tendem a olhar para além dos objetivos tradicionais de lucro, a repensar os seus impactos na sociedade e no ambiente identificando formas de cultivar relações positivas e sustentáveis com as partes interessadas (Lozano, 2015).

O que são as partes relacionadas? O Código de Governança Corporativa da Holanda², aprovado em 2017, refere que se baseia na noção de que uma empresa é uma aliança a longo prazo entre os vários *stakeholders* da empresa. Os *stakeholders* são grupos e indivíduos que, direta ou indiretamente, influenciam, ou são influenciados por a realização dos objetivos da empresa: colaboradores, acionistas e outros credores, fornecedores, clientes e outros *stakeholders*. O conselho de administração e o conselho fiscal têm a responsabilidade de pesar estes interesses, em geral com vista a assegurar a continuidade da empresa e da sua empresa afiliada, uma vez que a empresa procura criar valor a longo prazo. (Goldschmidt, 2017)

Um melhor desempenho social e ambiental pode proporcionar tanto benefícios tangíveis como a redução de custos e a gestão dos riscos, bem como benefícios intangíveis, tais como o aumento da reputação e da competitividade (Hahn, Figge, Aragón-Correa & Sharma, 2017). O potencial de as empresas contribuírem positivamente para a sociedade e o ambiente, para além de maximizarem os lucros, tornou-se um foco partilhado por todos.

A operacionalização deste potencial tem sido o cerne da emergência da responsabilidade social corporativa ou das empresas (CSR) (Ashrafi, Magnan, Adams & Walker, 2020).

O conceito de Responsabilidade Social das Empresas (CSR) floresceu neste século. Em particular desde a crise de 2007, a academia, os supervisores e os governos desenvolveram conhecimentos sobre o papel das empresas e a capacidade de proporcionar benefícios económicos sociais e ambientais perenes e sustentáveis (Montiel, 2008).

² Dutch Corporate Governance Code - 2016 | ECGI

De acordo com Quivy & Campenhoudt (2011), o trabalho de investigação é, por definição, algo “que se procura”, caminhando para um conhecimento cada vez mais elevado. Por esta razão, deve-se estabelecer um fio condutor tão claro e coerente quanto possível.

Yin (1994) refere que “a definição das questões a investigar é o passo mais importante num estudo de investigação”.

Já Parlett & Hamilton (1976), defendem a “focalização progressiva” como base fundamental para o processo evolutivo da clarificação do problema (Carvalho, 2008).

Nesse sentido, foi sugerida a seguinte pergunta de partida:

Q1 – A Era Digital tende a influenciar o modelo de trabalho da *corporate governance*?

Segundo Jain & Zaman (2019), existem também numerosos casos na história em que os conselhos de administração ou desconheciam comportamentos irresponsáveis corporativos.

A era digital democratizou instrumentos de comunicação (Carvalho, 2014). Foi a essa Era que instrumentos de apoio aos trabalhos das comissões de suporte ao Conselho de Administração (Carvalho, 2019).

Aqui chegados, podemos elaborar uma hipótese de apoio ao trabalho:

H1 – A *corporate governance* tende a influenciar a eficácia do Conselho de Administração?

Berrone & Gomez-Mejia (2009) mostram que a teoria institucional pode reforçar a teoria da agência porque as empresas se esforçam para ganhar legitimidade sob a pressão institucional, melhorando o seu desempenho.

Terminada a introdução ao estudo, vamos apresentar a estrutura do mesmo.

1.1 Estrutura do Trabalho

A investigação encontra-se estruturada em cinco capítulos. O primeiro trata a introdução, e o modelo conceptual adotado para o desenvolvimento deste trabalho.

No segundo capítulo é feita a revisão da literatura que foca a introdução dos conceitos mais relevantes para a investigação, nomeadamente (i) a *corporate governance*; (ii) *Corporate Social Responsibility* (CSR) versus CSiR (Corporate Social Irresponsability); (iii) A Teoria

de Agência & As Partes Interessadas; (iv) A Era Digital; (v) Os Smart Contracts; (vi) A Reputação e (vii) as Redes Sociais.

O terceiro capítulo é dedicado à Responsabilidade da *Corporate Governance*. Desde logo pela análise à distribuição por género na representatividade; independência e formação, bem como o plano de sucessão do Conselho de Administração. Tem continuidade na análise sobre a (des) confiança como elemento relevante do mercado bolsista e termina com a dedicação ao comportamento nas instituições perante a *Corporate Governance*.

No quarto capítulo presta-se conhecimento do Modelo de Investigação, onde se identifica a forma sobre a recolha de informação, se dá evidência para reflexão para a Pergunta de Partida, se explora o papel da auditoria no apoio aos trabalhos do Conselho de Administração, observando a Função de Monitorização dos trabalhos dos Administradores Executivos. É neste capítulo também que a ligação à Era Digital surge com conexão aos novos instrumentos de tecnologia de contabilidade digital (DLTs) e se culmina com a dedicação aos instrumentos digitais de apoio ao trabalho do Conselho de Administração.

No quinto e último capítulo chegamos às conclusões do trabalho e elencam-se as limitações, como também as sugestões para futuras investigações.

2. Revisão da Literatura

Neste sentido, vamos dar particular ênfase ao estudo dos conceitos de (i) *corporate governance* e de (ii) Partes interessadas e (iii) Teoria de Agência.

Para Ashafi, Magnan, Adams & Walker (2020) o discurso sobre o papel das organizações na sociedade tem uma longa história, e com os crescentes desafios ambientais e sociais que a sociedade enfrenta, este papel tem sido cada vez mais escrutinado por vários quadrantes (Vermeulen, Witjes, 2016; Dyllick, Muff, 2016).

Sob os holofotes da sociedade, as organizações tendem a olhar para além dos objetivos tradicionais de lucro, a repensar os seus impactos na sociedade e no ambiente, e a procurar identificar formas de cultivar relações positivas e sustentáveis com as partes interessadas (Lozano, 2015).

Um melhor desempenho social e ambiental pode proporcionar tanto benefícios tangíveis como a redução de custos e a gestão dos riscos, bem como benefícios intangíveis, tais como o aumento da reputação e o aumento da competitividade (Lozano, 2015).

O potencial de as empresas contribuírem positivamente para a sociedade e para o ambiente, para além de maximizarem os lucros, tornou-se um foco partilhado tanto para os académicos como para os praticantes (Hahn, Figge, Aragón-Correa & Sharma, 2017).

A operacionalização deste potencial tem sido o cerne da emergência da responsabilidade social corporativa (RSC) e da sustentabilidade das empresas (CS).

Contudo estes princípios encontram diversos obstáculos, desde logo os de teor ideológico ou conceptual. Este facto que cria, de um modo simples, o dilema “Controlo de Acionistas *versus* Codeterminação” que serve também de mote a este trabalho.

A primazia dos acionistas está tão entrincheirada no direito corporativo americano e na bolsa de estudos que às vezes parece difícil imaginar qualquer outra forma de pensar sobre a corporação. Esta falta de imaginação pode ajudar a explicar porque é que os argumentos para a franquia exclusiva de acionistas continuam a avançar no contexto de uma enorme bolsa de estudos de governo corporativo. Certamente, impediu muitos juristas de considerarem seriamente modelos alternativos.

Existem, no entanto, bons exemplos desses modelos, alguns dos quais existem há um século. Além disso, estes modelos alternativos envolvem especificamente a representação dos colaboradores nos conselhos de administração.

2.1 A *corporate governance*

O conceito de *corporate governance*³ teve uma relevante evolução nos últimos anos para se adaptar às práticas da organização e aos desenvolvimentos regulamentares. O quadro de governação das sociedades abrange agora um leque mais alargado de tópicos que vão além da abordagem centrada nos acionistas.

³ Para efeitos de taxinomia, o trabalho utiliza o termo anglo-saxónico “*corporate governance*”, que também é aplicado como “governo corporativo”.

O projeto europeu de diretiva relativa aos direitos dos acionistas aborda temas que têm ligações indiretas com os direitos dos acionistas em si⁴. Em geral, os temas mais controversos atualmente abordados estão muitas vezes intimamente ligados a escolhas políticas e sociais através da diversidade de género, complementaridade de capacidades e competências, representação dos trabalhadores e da sociedade no Conselho de Administração. Os decisores políticos intentam otimizar a competitividade e de coresponsabilizar as partes interessadas (*stakeholders*) da organização.

O desafio é definir as soluções certas sem pôr em causa os "controles e saldos"⁵ adequados em vigor entre a administração, os órgãos de fiscalização e os acionistas. Outro desafio é definir até onde podem ir na harmonização do governo das empresas na Europa. O risco de impor uma abordagem de tamanho único é que possa potencialmente comprometer a capacidade de as empresas europeias inovarem e continuarem a desenvolver as melhores práticas de governação das empresas que sirvam o seu modelo de negócio e as ajudem a definir estratégias adequadas.

2.2 *Corporate Social Responsibility (CSR) versus Corporate Social Irresponsability (CSiR)*

Estudada desde a década de 1960, a CSiR (*Corporate Social Irresponsability*) é definida como uma sequência de atividades desenvolvidas por empresas que causam danos às partes interessadas e à sociedade, intencionalmente ou acidentalmente (Campbell, 2014; Scherer & Palazzo, 2007; Riera & Iborra, 2017).

Para Jain & Zaman (2019), em termos de conceptualização, alguns estudiosos argumentam que a CSR e a CSiR estão relacionadas e existem ao longo de um contínuo. Considerando que as empresas que se envolvem ativamente e atuam no interesse das diferentes partes interessadas são responsáveis e ancoradas numa das extremidades do continuum, as empresas que atendem aos interesses seletivos de partes interessadas poderosas são irresponsáveis e povoam o outro extremo (Greenwood, 2007).

Outra proposta mais amplamente apoiada é que a maioria das empresas se dedicam simultaneamente a comportamentos de CSR e CSiR (Jackson et al., 2014; Ormiston & Wong,

⁴ Ver “ Guide to Corporate Governance Practices in the European Union (2021) in A Guide to Corporate Governance Practices in the European Union

⁵ “checks and balances”

2013). Verificado o artigo da BBC (2018)⁶ veio a público que Abigail Disney tomara conhecimento de situações relacionadas com violações laborais que a própria se empossou de apurar de forma dissimulada. Foi dado o alerta por um funcionário que a empresa estaria a violar direitos humanos e laborais. Segundo a Forbes⁷ e muito embora as críticas destes acontecimentos tenham vindo a público a Walt Disney Company tenha sido criticada foi reconhecida como uma das melhores empregadoras do mundo em 2018.

Neste sentido, a CSR e a CSiR são construções distintas e devem ser estudadas separadamente (Mattingly & Berman, 2006; Strike, Gao & Bansal, 2006; Oikonomou, Brooks & Pavelin, 2012; Kotchen & Moon, 2012; Antonetti & Maklan, 2016; Jain & Zaman, 2019).

A investigação demonstra que os comportamentos da CSiR resultam numa série de consequências negativas para as empresas e para as suas partes interessadas, tais como declínios significativos nas avaliações bolsistas das empresas (Karpoff, Scott Lee & Martin, 2008), perdas de clientes (Sweetin et al., 2013) e danos reputacionais (Grappi, Romani & Bagozzi, 2013).

Surpreendentemente, apesar destas consequências negativas significativas, a CSiR tem continuado a aumentar ao longo dos anos (Kotchen & Moon, 2012; Lin-Hi & Muller, 2013; Jackson et al., 2014). No entanto as narrativas centram-se nos líderes que são responsabilizados pela gestão das partes interessadas, em vez de má gestão das partes interessadas (Lange & Washburn, 2012; Ormiston & Wong, 2013) pela monitorização do trabalho da comissão executiva.

Curiosamente, muitas das atividades irresponsáveis são conhecidas por má gestão executiva, falta de supervisão do conselho de administração e más práticas de governação (Kang & Moon, 2011; Ormiston & Wong, 2013; Murphy & Schlegelmilch, 2013).

O que aqui se releva é o impacto das várias atitudes da gestão perante o valor das empresas. Os escândalos à escala internacional são impactantes na reputação das empresas e provocam quebras no valor das marcas causando prejuízos aos investidores desde logo pela queda imediata dos valores das ações e por via de um indicador fundamental, a confiança (Argenti & Barnes, 2009).

⁶ Ver em <https://www.bbc.com/portuguese/geral-49012140>

⁷ Ver em <https://forbes.com.br/principal/2018/10/10-melhores-empresas-do-mundo-para-trabalhar-em-2018/>

A globalização oferece uma escala de contaminação elevada e o reflexo dos comportamentos da gestão têm impacto imediato sobre as empresas ou sociedades. (Marras, 2017)

Elencamos alguns casos ao nível internacional desde logo a enorme WorldCom ⁸, a segunda maior empresa de telecomunicações dos EUA quando em entre 1999 e 2000 registou como lucros 3,3 mil milhões de dólares quando deveriam estar contabilizadas como despesa, ou dos 3,8 mil milhões de perdas registadas como despesas de investimento. (Duarte, 2014)

Estas informações são indissociáveis Tyco ⁹, em que o seu diretor financeiro, Mark Swartz, em conluio com o diretor executivo, Dennis Koslowski e o ex-conselheiro geral, Mark Belnick foram acusados de se terem apropriado de dinheiro da empresa e acusados de corromperem a organização com subornos e benefícios a vários membros da administração em valor superior a 600 milhões de dólares.

Os casos são vários e deixamos mais dois de relevo o da Adelphia Communications¹⁰, onde o diretor e fundador, John Rigas e o seu filho, Timothy, foram condenados por fraude, provocando prejuízos avaliados em 2,3 mil milhões de dólares aos seus investidores, ou ainda a Xerox¹¹ que admitiu ter aumentado as suas receitas em quase 2 mil milhões de dólares no período entre 1997 e 2002. (Moreira, 2015)

Mas os exemplos são internacionais e pela Europa temos Ahold¹², em que sobrestimou os lucros em 2003 reportando-se ao período de 2001 e 2002 com um anúncio que os anunciava inferiores em 500 milhões de dólares o que lhe provocou a queda imediata de 63% do preço das ações.

Já ao nível nacional têm surgido várias notícias com substância que conduzem à necessidade de maior necessidade de fiscalizar as sociedades.

A relatar a situação crítica com o Banco Português de Negócios (BPN)¹³ em 2012 onde se registavam 3,4 mil milhões de prejuízo para o Estado, bem como com o Banco Privado Português (BPP)¹⁴.

⁸ Consultado em <http://www.theguardian.com/business/2002/aug/09/corporatefraud.worldcom2>.

⁹ Consultado em <https://www.nytimes.com/2002/09/13/business/2-top-tyco-executives-charged-with-600-million-fraud-scheme.html>

¹⁰ Consultado em <https://www.nbcnews.com/id/wbna5396406#.VWxPh89Viko>

¹¹ Consultado em <https://www.theguardian.com/business/2002/jun/29/2>

¹² Consultado em <https://www.economist.com/business/2003/02/27/europes-enron>

¹³ Consultado em <http://www.dn.pt/Inicio/Tag.aspx?tag=Esc%E2ndalo%20BPN>

¹⁴ Consultado em http://www.jn.pt/PaginaInicial/Economia/Interior.aspx?content_id=1209375

Estes casos relacionados com bancos envolveram ainda o Banco Comercial Português (BCP), suspeito de ter subtraído ao Estado uma grande quantidade de dinheiro em lucros não declarados e, mais recentemente, e o Banco Espírito Santo (BES)¹⁵, onde Ricardo Salgado, presidente do BES, está no meio de um dos maiores escândalos financeiros em Portugal, por alegadas, ilegalidades de gestão.

O Estado Português, através do fundo de resolução, terá injetado 8,3 mil milhões de euros para viabilizar a solução “Novo Banco” e podendo atingir os 10,8 mil milhões¹⁶.

Quadro 1 - Apoios públicos ao setor financeiro 2008-2021

(em milhões de euros)

Períodos	CGD	BCP	BES/NB	BPI	BPN	BPP	BANIF	Outros	Total
2008-2011	-1 842	35	33	0	-136	-544	11	3	-2 441
2012-2016	-1 194	177	-4 647	168	-3 567	-117	-2 989	2	-12 167
2017-2021	-2 423	708	-3 676	0	-2 444	393	0	0	-7 441
Total	-5 458	919	-8 291	168	-6 146	-268	-2 978	5	-22 049

Fonte: DGTF, FGD, SII, CGE e PCGE. Cálculos TC.

Novos e mais eficazes modelos de CG são apontados como soluções para evitar mais escândalos por notória ineficácia dos mecanismos de governo e controlo.

2.1 A teoria da agência & as partes interessadas

Várias teorias podem explicar a procura de eficácia no desempenho do governo empresarial. As teorias da agência e das partes interessadas continuam a ser as teorias mais utilizadas na literatura nesta área (Brennan & Solomon, 2008) explicando a necessidade de serviços de monitorização, designadamente a auditoria, para explicarem a estratégia do negócio, designadamente as iniciativas de sustentabilidade em relação ao ambiente e à comunidade.

As auditorias dos processos, procedimentos e informação devem mitigar o risco de apropriação indevida dos ganhos pelos gestores e, consequentemente, melhorar a qualidade das informações comunicadas às partes interessadas.

Teoricamente, a auditoria é vista como uma solução para o problema da agência entre gestores dentro das empresas e seus acionistas (Hope et al., 2008; Beisland et al., 2015), sendo que os

¹⁵ Consultado em http://www.sabado.pt/dinheiro/detalhe/escandalo_bes_os_segredos_da_teia_dos_espirito_santo.html e <http://observador.pt/2015/04/29/as-17-principais-conclusoes-do-inquerito-ao-bes/>

¹⁶ Consultado em <https://eco.sapo.pt/2021/05/04/ajudas-publicas-ao-novo-banco-podem-atingir-108-mil-milhoes/>

gestores são responsáveis pela produção e divulgação de informação contabilística, e outras conexas, pelo que devem estar atentos a tudo o que se passa no negócio.

No entanto, muitas vezes, os acionistas estão longe da empresa e só têm acesso à informação comunicada pelos gestores. Como os acionistas não têm necessariamente uma confiança cega nas práticas dos gestores, um conflito pode surgir desta assimetria de informação entre estas duas partes. Com efeito, os gestores encontram-se numa posição privilegiada que lhes confere um certo poder e um desejo, por vezes, de satisfazer os seus próprios interesses negligenciando os interesses dos acionistas (Manitaa *et. al.*, 2019).

Neste contexto, os principais (*stakeholders*) controlam as atividades do agente (gestores) para limitar os custos da agência (Jensen & Meckling, 1976). A auditoria externa reduz o risco de publicação de informações falsas aos acionistas e permite-lhes tomar decisões precisas com base em informações fiáveis (Watts & Zimmerman, 1986).

O papel da auditoria é aumentar a credibilidade da informação publicada. Os auditores, mandatados pelos acionistas, controlam as demonstrações financeiras e todos os contratos celebrados pelos gestores. Ao fornecer um parecer independente aos acionistas sobre a fiabilidade das informações contabilísticas produzidas pelos gestores, a auditoria pode promover uma melhor governação da empresa, reduzindo a assimetria da informação entre estas duas partes, bem como os poderes discricionários dos gestores (Jensen & Meckling, 1976; DeFond & Zhang, 2014; Beisland *et al.*, 2015).

No entanto, ao considerar apenas a relação acionista-gestor, a teoria da agência limita o papel dos gestores à satisfação dos acionistas. De facto, os gestores devem satisfazer várias partes interessadas, tais como fornecedores, clientes, empregados, bancos, cidadãos, entre outros. Neste contexto, a teoria das partes interessadas proposta por Freeman (1984) alarga o campo da teoria da agência, considerando todas as partes interessadas (Manitaa *et. al.*, 2019).

De acordo com esta teoria, a empresa já não é vista como um mundo fechado onde apenas os acionistas são considerados, mas como uma organização que constrói relações com todas as partes interessadas dentro do seu ambiente.

Freeman (1984), define as partes interessadas como "qualquer grupo ou indivíduo que possa afetar ou ser afetado pela realização dos objetivos da organização". Todas as partes interessadas utilizam informações contabilísticas para tomar as suas próprias decisões.

Neste caso, o papel do governo empresarial não se limita a tranquilizar os acionistas sobre a fiabilidade e equidade das informações contabilísticas divulgadas pelos gestores, mas também a alargá-la a todas as partes interessadas. Por conseguinte, o papel do auditor, seja externo seja interno, assim como o dos administradores não executivos, deve atender como agente de todas as partes interessadas da entidade auditada e não pelos acionistas. A auditoria deve evoluir de uma missão focada principalmente nas necessidades dos acionistas para uma auditoria centrada no cumprimento das expectativas de outras partes interessadas (Manitaa *et. al.*, 2019).

2.2 A Era Digital

A revolução digital afeta a estrutura estratégica das empresas (Harlow, 2018), também através do reforço da ligação estratégia-ativo intangível, uma vez que os recursos intangíveis são um fator crucial no processo de transformação digital. Neste contexto, o conhecimento assume um papel central. A literatura existente sublinha que a digitalização é um fenómeno capaz de criar conhecimentos (Gandomi & Haider, 2015; Harlow, 2018). Juntamente com outros intangíveis, o conhecimento é um recurso-chave do capital intelectual (Ricceri & Guthrie, 2012).

O capital digital pode ser definido como ativos corpóreos e incorpóreos no seu conjunto (Bughin & Manyika, 2011). Estes últimos são geralmente compostos por bens não monetários, incluindo tecnologias de informação e comunicação (TIC), I&D, inovação, imagem, competências económicas (tais como capital humano, redes entre instituições, aspetos organizacionais e de marketing), que também são referidos como capital intelectual (Edvinsson & Malone, 1997; Stewart, 1997; Secundo *et al.*, 2017; Harlow, 2018).

Para investigar o papel da digitalização, concentramo-nos especificamente nos intangíveis digitais, que consideramos como um conjunto de bens imateriais (Moro Visconti, 2020) que vão desde os mais tradicionais (marcas, know-how, etc.) até aos mais recentes (inteligência artificial, interfaces de programação de aplicações standard abertas, Internet das coisas, grandes dados, tecnologia de livros-razão distribuídos, blockchain, redes sociais, competências digitais, etc.) (Vial, 2019).

Assim, a digitalização e o capital intelectual estão ambos ligados aos conceitos de "intangível" e "conhecimento" (Teece, 1986; Kolbjørnsrud *et al.*, 2017), que são motores de valor económico e social (Dumay, 2016).

Neste sentido, o advento da transformação digital pode influenciar as estratégias de capital intelectual das empresas (Secundo et al., 2017), como relatam o seu desenvolvimento e como as partes interessadas percebem a fiabilidade das empresas (Forcadell et al., 2018).

2.3 Smart contracts

Os contratos inteligentes são acordos baseados em software que não envolvem mediadores humanos para execução (Szabo, 1997) sendo implementadas como instruções programáticas que são normalmente armazenadas e executadas em tecnologia de contabilidade digital. Uma vez que as partes tenham concordado em iniciar e participar numa transação de contrato inteligente, a blockchain executará automaticamente os termos do acordo assim que ocorrerem eventos de desencadeamento relevantes (Duran & Griffin, 2018).

A natureza autónoma dos contratos inteligentes ajuda a mitigar o risco de incumprimento de parte a parte devido à falta de cumprimento de um acordo. Também podem ajudar a evitar o risco de não pagamento colocando as moedas baseadas em DLT numa forma de depósito digital, antes de ocorrer um evento que desencadeie um pagamento. Estas características têm grande valor na redução dos requisitos de confiança entre contrapartes, diminuindo ou eliminando os riscos relacionados com a execução do acordo e a solvabilidade da contraparte (Schneider et al., 2018).

Os contratos inteligentes têm também o potencial de automatizar e proporcionar maior eficiência e garantia da execução de termos contratuais, em comparação com os contratos tradicionais. Ao facilitar novos níveis de confiança e automação em acordos contratuais, os contratos inteligentes têm o potencial de revolucionar a forma como os processos financeiros são implementados para a negociação de empréstimos, financiamento comercial e derivados. Além disso, fora do contexto *FinTech*, os contratos inteligentes têm uma ampla aplicabilidade a outros domínios de negócio.

Dito isto, há um caminho a percorrer até que os benefícios dos contratos inteligentes sejam realizados em larga escala. Os desafios relacionados com a implementação de inovações e adaptações tecnológicas, tais como o estabelecimento de benefícios para as principais partes interessadas e o alinhamento suficiente dos processos existentes com novas abordagens tecnológicas, devem ser ultrapassados (Leonard-Barton, 1988).

À medida que outras inovações da *FinTech*, devido à sua novidade, os riscos relacionados com contratos inteligentes não são totalmente compreendidos. No entanto, as considerações gerais relacionadas com a inovação tecnológica e a adaptação, como a atual fase dentro do ciclo de vida global, são pertinentes. Por exemplo, o uso limitado e o teste de novas tecnologias em aplicações no mundo real podem permitir que falhas e vulnerabilidades persistam sem serem detetadas. À medida que as tecnologias amadurecem, podem ser adotadas práticas como a normalização e a monitorização, ajudando a reduzir a probabilidade destes riscos.

2.4 A reputação

Para Dumay (2016) o valor é um conceito amplo com dimensão monetária para além das dimensões sociais e relacionais. Desta forma digitalização assume-se como um motor crucial para melhorar o capital intelectual. Este tipo de informação é também relevante para as partes interessadas. Além disso, a divulgação está geralmente associada à melhoria da reputação corporativa e das relações com as partes interessadas, bem como à redução do risco de reputação (De Villiers et al., 2017). A reputação é uma questão muito significativa para os bancos, considerando as suas características específicas que são essenciais para o papel da informação assimétrica nos mercados financeiros, bem como as suas funções de transformação e gestão do risco, fornecimento de pagamentos e a sua potencial contribuição para o risco sistémico (Allen e Santomero, 2001). A importância da reputação dos bancos na salvaguarda da confiança entre as partes interessadas, bem como na contribuição para a estabilidade de todo o sector financeiro, reafirma a necessidade de uma boa gestão do risco reputacional (Eckert, 2017). A este respeito, nomeadamente, as autoridades de supervisão exigem políticas e processos formalizados para a identificação, gestão e controlo de tal risco. São igualmente necessários planos de contingência para lidar proactivamente com questões de reputação (EBA - Autoridade Bancária Europeia, 2018). O risco de reputação resulta da perceção das partes interessadas, o que pode ter um impacto negativo na capacidade dos bancos de manter e estabelecer relações comerciais e fontes de financiamento. Tem uma natureza multidimensional e, globalmente, depende da eficácia dos sistemas de gestão de risco dos bancos e da sua capacidade de reagir a eventos externos que afetem as suas atividades (BCBS, 2019). Aqui, obviamente, a comunicação e os relatórios dos bancos destinados a gerar perceções favoráveis entre as partes interessadas, é importante. Portanto, produzir efeitos positivos em termos de mitigação do risco de reputação e provavelmente também de ativação de um círculo virtuoso, é igualmente importante.

Atualmente, os bancos experimentam vários tipos de pressão para gerir adequadamente a sua reputação. Para construir uma reputação positiva a médio e longo prazo, precisam de controlar a sua exposição ao risco de reputação. Isto deve ser considerado como um dos principais pré-requisitos para assegurar a sustentabilidade das estratégias da instituição, incluindo as ligadas à transformação digital, que assumimos ter impacto na reputação do banco e na sua exposição ao risco relacionado. Em particular, no que respeita às estratégias de digitalização, seria interessante compreender se e como os bancos fornecem a alavanca necessária para restaurar e melhorar a reputação, também através da monitorização da exposição da instituição ao risco reputacional.

Também notável, é que a reputação pode ser ligada a oportunidades lucrativas resultantes, por exemplo, da reorganização do processo orientado para o cliente e do desenvolvimento de serviços de consultoria competentes (Zaby e Pohl, 2019). Isto poderia resultar, entre outras coisas, da implementação dos bancos de transformação digital (Molodchik et al., 2018). Ao mesmo tempo, é importante salientar mais uma vez que o processo de digitalização poderia estar ligado a uma exposição significativa ao risco (especialmente em termos de riscos operacionais, estratégicos e de reputação) (Hossnofsky e Junge, 2019). O risco reputacional, em particular, pode surgir da externalização para e/ou parceria com terceiros (por exemplo, *FinTech*).

2.5 As redes sociais

Para Rivera-Arrubla & Zorio-Grima (2016) as redes sociais podem ser úteis para aumentar a transparência e o envolvimento das partes interessadas.

Os meios de comunicação impressos tradicionais para as declarações anuais da empresa ou de outro tipo de relatórios corporativos parecem agora bastante obsoletos.

As vantagens de custo das redes sociais, o seu poder visual (fotos, gráficos, vídeos), imediatismo e possibilidades de partilha tornam as redes sociais uma ferramenta muito eficaz para informar e interagir com as partes interessadas. As redes sociais podem ser úteis para partilhar informações financeiras como anúncios de ganhos, comentários de CEO, comunicados de imprensa, notícias do setor e cobertura mediática, bem como detalhes de governança corporativa ou iniciativas de sustentabilidade ou mesmo a publicação do relatório que fornece uma imagem holística da organização.

A teoria da legitimidade baseia-se na noção de um contrato social entre a empresa e a sociedade e no pressuposto de que a empresa irá realizar estratégias de divulgação para mostrar o cumprimento das expectativas da sociedade (Deegan, Rankin, & Tobin, 2002). Pode-se também argumentar que o relatório de sustentabilidade da empresa é parte do processo de Gestão de Riscos de Reputação. Neste sentido, a Teoria das Partes Interessadas estabelece que estas divulgações se destinam a determinadas partes interessadas que fornecem recursos à organização (Bebbington, Larrinaga, & Moneva, 2008). Garrido-Miralles et al. (2016) consideram que os relatórios de sustentabilidade podem ser úteis para a atividade dos analistas financeiros.

Rivera-Arrubla & Zorio-Grima (2016) observam que as redes sociais fornecem plataformas eficazes para divulgar uma grande variedade de conteúdos e até podem ser usadas para dar feedback à empresa.

3. Responsabilidade da *Corporate Governance*

Ainda no rescaldo da primeira grande depressão nos EUA, em outubro de 1929, Berle & Means (1932) e Coase (1937) descreveram o problema decorrente da separação da propriedade do controlo em grandes empresas. Argumentaram que os gestores podem “peCSRguir” os seus próprios interesses em vez de agir no melhor interesse dos acionistas.

Com base nestes autores, Jensen & Meckling (1976) desenvolveram um quadro teórico da agência no qual os gestores não podem agir no melhor interesse dos acionistas devido a potenciais conflitos de interesses ou desalinhamento de interesses. A relação da agência está enraizada na assimetria da informação, uma vez que os gestores podem aceder a mais informação do que os acionistas.

Para mitigar os problemas das agências e minimizar conflitos de interesses, foram sugeridos diversos mecanismos para alinhar os interesses dos gestores e acionistas, incluindo planos de compensação, acompanhamento do conselho de administração e criação de novas normas legais (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Jensen, 2005; Jacoby et. al., 2018).

A literatura de governo corporativo adotou predominantemente a abordagem da agência para responder à questão de como os gestores podem ser levados a “peCSRguir” os interesses dos acionistas (Shleifer & Vishny, 1997). Um governo empresarial eficaz ajuda a atenuar os custos da agência associados à separação da propriedade do controlo.

Para Carvalho (2020), as características de um bom governo são: Honestidade; Transparência; Prestação de contas; Responsabilidade; Independência; Justiça e Responsabilidade social.

O Relatório Cadbury, intitulado *Financial Aspects of Corporate Governance*, é um relatório emitido pelo "Comité dos Aspetos Financeiros do Governo Corporativo" que estabelece recomendações sobre o modelo de trabalho dos conselhos de administração das empresas e dos sistemas contabilísticos para mitigar os riscos e falhas do governo das empresas. A versão inicial foi publicada em maio de 1992. As recomendações do relatório têm sido utilizadas em graus diversos para estabelecer outros códigos, como os da OCDE, a União Europeia, os EUA, ou o Banco Mundial.

Segundo este relatório, a divisão das principais responsabilidades prevê: (i) Ninguém (individualmente) tem poderes de decisão; (ii) Maioria dos administradores não executivos devem ser independentes; (iii) Pelo menos três administradores não executivos na comissão de auditoria; (iv) Maioria de não executivos na comissão de remuneração e (iv) Maioria de não executivos no conselho de administração.

Mas o que entendemos como governo empresarial eficaz? Segundo Carvalho (2020), a eficácia mede a relação entre o efeito da ação, e os objetivos pretendidos. A relação entre a eficácia e a eficiência é complexa, porque é uma relação indireta. A eficácia é uma afirmação independente, enquanto a eficiência é uma condição, que nem sempre está atrelada à eficácia.

Embora monitorizar o comportamento oportunista dos gestores (Jensen & Meckling, 1976) possa ajudar a reduzir a assimetria da informação, não é, no entanto, o único remédio.

Outra abordagem adequada é a sinalização. A teoria da sinalização foi inicialmente desenvolvida para resolver os problemas da assimetria da informação no mercado de trabalho (Spence, 1974; Ross, 1977). Em ambientes corporativos, existe assimetria de informação entre gestores e acionistas. Se os acionistas não tiverem informações suficientes sobre o desempenho de uma empresa, os gestores da empresa podem explorar essa assimetria de informação para se beneficiarem a si próprios, o que dá origem ao problema de risco moral.

Os gestores podem desenvolver estratégias para reduzir os efeitos negativos que a assimetria da informação pode ter na empresa e no mercado (Campbell, Chen, Dhaliwal, Lu, & Steele, 2014). Tais assimetrias de informação podem ser reduzidas por quem acede a informações de qualidade superiores que a assinalam a outros (Morris, 1987). A divulgação voluntária é um

dos meios de sinalização, onde os gestores têm incentivos para o fazer para assegurar os investidores e para melhorar a reputação da sua empresa (Sun, Salama, Hussainey, & Habbash, 2010). Mas como se desenvolvem esses incentivos?

Desde o final do século, com as notícias de diversos escândalos, tem havido um interesse crescente na responsabilidade social corporativa (CSR) onde ações irresponsáveis para com a sociedade e o ambiente são consideradas um custo para a sociedade.

As empresas estão mais dispostas a divulgar o seu desempenho na CSR quando estão a ter um bom desempenho. A teoria da sinalização sugere que as empresas com melhor desempenho da CSR querem diferenciar-se de artistas inferiores. Assim, estão dispostos a informar os seus acionistas de mais informações sobre o seu desempenho em CSR, enquanto os maus intérpretes de CSR tendem a divulgar menos informação.

Uma vez que a divulgação da CSR é voluntária, a credibilidade das práticas de CSR de uma empresa torna-se crítica. Uma forma de proporcionar às partes interessadas uma visão imparcial e uma avaliação justa do registo de CSR de uma empresa é utilizar dispositivos de controlo externo, como a verificação externa (Rana & Misra, 2010) como duas normas internacionais reconhecidas: *Assurance Standards* (AA) 1000 e a Norma Internacional sobre Compromissos de Garantia (ISAE) 3000.

A verificação externa aumenta o valor firme diminuindo a incerteza externa (Smith, 1986), uma vez que é equivalente a uma certificação de terceiros.

Por um lado, as empresas com mecanismos de governação das sociedades resilientes têm mais incentivos para procurar a certificação de terceiros, a fim de se diferenciarem e dificultarem a sua replicação. Por outro lado, as empresas com mecanismos de governação das sociedades mais fracas e um fraco desempenho da CSR estão menos motivadas para procurar uma verificação externa. Se tal certificação for utilizada para fornecer ao mercado informação credível sobre o desempenho de uma empresa, ajuda a reduzir a assimetria da informação.

Em suma, devido às características específicas de assimetria de informação entre a equipa de gestão de uma empresa e os seus acionistas em mercados emergentes, o nível de confiança dos acionistas é baixo. Mesmo que a equipa de gestão tenha um forte mecanismo de governação corporativa, vale a pena utilizar uma verificação externa para servir de certificação de terceiros, a fim de reduzir ainda mais a assimetria da informação (King, Lenox, & Terlaak, 2005).

3.1 Distribuição por gênero e representatividade, independência e formação e o plano de sucessão do Conselho de Administração

A dimensão e a distribuição de capacidades e competências do conselho afetam a dinâmica relacional entre os membros do grupo, a sua capacidade de processar informação, participar efetivamente nas reuniões do conselho de administração e a qualidade do controlo da tomada de decisões de gestão (Dalton et al., 1998; Jizi et al., 2014; Jain & Jaman, 2019). Os conselhos maiores tendem a ser mais propensos a representar os interesses de várias partes interessadas, (Hillman, Keim & Luce, 2001; Kock, Santalo & Diestre, 2012).

Os conselhos maiores possuem mais competências e recursos necessários para um desempenho eficaz de funções complexas do conselho de administração (Coles, Daniel e Naveen, 2008), necessários para reduzir comportamentos irresponsáveis. Em contrapartida, as pranchas mais pequenas tendem a apresentar níveis mais elevados de compromisso e responsabilidade, melhor coordenação e comunicação (Ahmed, Hossain & Adams, 2006; Jizi et al., 2014). No entanto, é mais provável que os conselhos mais pequenos sejam dominados por gestores poderosos e orientados para os lucros a curto prazo (Walls & Hoffman, 2013).

A maior parte da literatura sobre *corporate governance* assenta numa proposta-chave de que os diretores independentes são tipicamente melhores monitores da atividade de gestão, mais eficazes na redução dos custos das agências e na melhoria do desempenho das empresas (Baysinger & Hoskisson, 1990; Dayly & Dalton, 1994; Westphal & Fredrickson, 2001). Nesta perspetiva, embora o estatuto independente dos administradores os motivasse a cumprir as suas funções de prevenção de infrações de gestão (Velikonja, 2013), a independência da empresa torna-os desconhecimentos das informações, constrangimentos e oportunidades subjacentes a que os administradores internos podem estar a par (Boivie et al., 2016).

Nesse contexto, estão a replicar o modelo alemão de codeterminação (representantes dos empregados no conselho de administração / supervisão), sendo que este modelo já é utilizado, entre outros, na Áustria, França, Holanda, Dinamarca, Luxemburgo (Bertoldi, 2022).

A bolsa que estuda a ligação entre o raciocínio moral e o género conclui que as mulheres são mais sensíveis aos julgamentos éticos (Dawson, 1997). As mulheres também diferem dos homens em termos de personalidade, estilo de comunicação, formação e experiência educativa (Cumming, Leung & Rui, 2015; Liao, Luo & Tang, 2015).

Com base nestes aspetos, a diversidade de género nos conselhos de administração permite a representação de diferentes vozes das partes interessadas (Adams & Ferreira, 2009), produz diferentes perspetivas (Farrell & Hersch, 2005), permite a geração de melhores soluções durante a resolução de problemas (Watson, Kumar & Michaelsen, 1993) e aumenta a eficácia do conselho (Nielsen & Huse, 2010).

Finalmente, o trabalho de apoio aos administradores não executivo deve ser executado por uma equipa independente, com competências e capacidades adequadas, suportadas em relatos dos trabalhos (atas) que mostrem evidencia para participação de todos os membros. Na maior parte das vezes, a investigação sobre o trabalho dos administradores mede-a em termos de frequência das reuniões do conselho de administração realizadas (Lipton & Lorsch, 1992; Vafeas, 1999; Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza & Garcia-Sanchez, 2013) em vez da frequência com que os diretores participam nestas reuniões que só pode ser evidenciado através das atas.

3.2 A (des) confiança como elemento relevante do mercado bolsista

Quer se trate dos casos clássicos da Enron e da WorldCom ou dos casos mais recentes da Volkswagen (VW), British Petroleum (BP) e Wells Fargo, as empresas têm sido há muito criticadas pelos seus comportamentos irresponsáveis e têm atraído severas sanções legislativas e multas como resultado. Notavelmente, as sanções à VW pelo seu escândalo de emissões subiram para 30 mil milhões de dólares (Schwartz & Bryan, 2017), as sanções legais à BP pelo seu derrame de petróleo ascenderam a cerca de 18,7 mil milhões de dólares (Robertson, Schwartz & Perez-Peña, 2015) e as multas federais sobre a Wells Fargo por abuso de hipotecas e seguros aumentaram para USD 1.000 milhões (Borak, 2018).

Desta forma, Jain & Zaman (2019) argumentam que a irresponsabilidade social corporativa (CSiR) tem o potencial de criar consequências negativas significativas para as empresas (Cai, Jo & Pan, 2012; Fleming, 2012; Godfrey, Merrill & Hansen, 2009; Klein & Dawar, 2004; Lin-Hi & Muller, 2013).

Muitos fatores levaram à crise financeira de 2008. O ambiente global do mercado foi claramente um fator, em que um período prolongado de baixas taxas de juro conduziu a créditos soltos, à utilização de uma alavancagem extensiva e a uma procura contínua de rendimentos mais elevados. Por sua vez, a tomada de risco aumentou e, nos EUA, formou-se uma bolha dos preços da habitação. O aumento da interconexão global foi também claramente um fator que

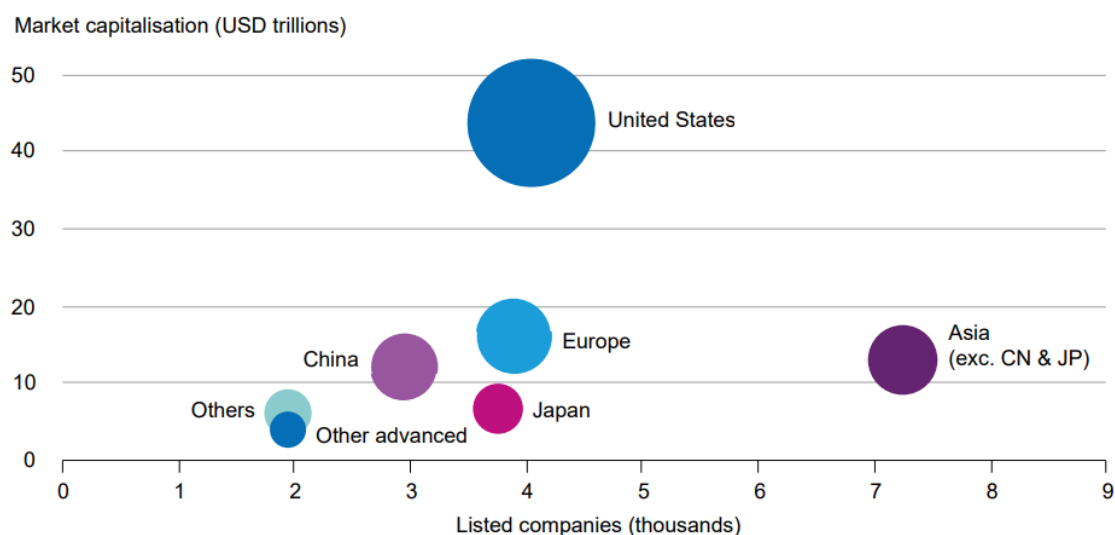
conduziu ao risco em cascata e acabou por conduzir a uma crise de confiança (Duran & Griffin, 2018).

A procura de auditoria, enquanto mecanismo de apoio ao governo empresarial, pode ser explicada pela teoria da agência, mas também pela teoria das partes interessadas. Com a digitalização das empresas, a auditoria está a evoluir para um novo papel que incorpora novas áreas de trabalho, nos instrumentos de suporte e uma procura da qualidade da informação.

A evolução dos mercados bolsistas dependem da confiança dos investidores, ou seja, da perceção sobre a qualidade de informação. Estes mercados desempenham um papel fundamental no fornecimento de capitais próprios às empresas que lhes conferem a resiliência financeira para ultrapassar períodos de crises, cumprindo ao mesmo tempo as suas obrigações para com os trabalhadores, credores e fornecedores (OECD, 2021).

A figura 1 apresenta uma imagem da dimensão relativa dos principais mercados e regiões em conformidade com o número de empresas cotadas e a capitalização de mercado. Os EUA continuam a ser o maior mercado medido pela capitalização de mercado, mas a Ásia enquanto região domina o número de empresas cotadas.

Figura 1 Universo de empresas cotadas, a partir do final de 2020¹⁷



Fonte: OCDE (2021)

Apesar do recente crescimento da capitalização global de mercado global de 84 biliões de dólares em 2017 para 105 biliões de dólares até ao final de 2020, o número líquido de empresas

¹⁷ O valor mostra a capitalização de mercado e o número de empresas cotadas em 25 766 empresas cotadas em 92 mercados e a dimensão da bolha representa a sua quota na capitalização global de mercado.

cotadas continuou a descer de cerca de 41 000 em 2017 para pouco mais de 40 000 em 2020. Desde 2005, quase 30.000 empresas retiraram-se dos mercados bolsistas a nível global.

Além disso, em muitos mercados, tem havido um declínio substancial e estrutural nas cotações de empresas de menor crescimento, distanciando uma parte maior destas empresas do acesso pronto ao financiamento de capitais públicos.

Estas tendências sugerem que os mercados bolsistas se tenham tornado cada vez mais uma fonte de financiamento para cada vez menos empresas. Podemos sugerir diversas explicações, mas a frágil capacidade de transmitir confiança aos investidores pode ser um dos motivos.

3.3 As instituições e o comportamento do governo das empresas

A teoria da agência tem sido criticada há muito porque não consegue acomodar o impacto do ambiente social e institucional na relação principal-agente (Aguilera & Jackson, 2003).

Berrone & Gomez-Mejia (2009) mostram que a teoria institucional pode reforçar a teoria da agência porque as empresas se esforçam para ganhar legitimidade sob a pressão institucional, melhorando o seu desempenho através da melhoria de eficácia do seu governo.

Assim, as empresas em diferentes ambientes jurídicos e empresariais são suscetíveis de se comportarem de forma diferente; de acordo com o Banco Mundial, um ambiente jurídico e empresarial a nível nacional é avaliado pela voz e responsabilidade, estabilidade política e violência, eficácia do governo, qualidade regulamentar, Estado de direito e controlo da corrupção (Kaufmann, Kraay, & Mastruzzi, 2003).

La Porta et al. (1998) sugerem que a lei e a aplicação da lei desempenham um papel de importação na governação das sociedades, no financiamento externo das empresas e no investimento, na evolução do mercado e no crescimento económico. Existem diferenças sistemáticas entre jurisdições com diferentes sistemas jurídicos em que os acionistas e credores minoritários estão protegidos.

Djankov, Glaeser, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer (2003) argumentam que países com diferentes tradições jurídicas adotam diferentes estratégias para o controlo social dos negócios.

Claessens & Laeven (2003) constatarem que as empresas em ambientes jurídicos mais fracos recebem menos financiamento e são menos suscetíveis de investir em ativos intangíveis.

Shleifer & Vishny (1997) afirmam que as diferenças na governação das empresas em diferentes países são suscetíveis de se basear em diferenças nos sistemas regulamentares e jurídicos.

Jacoby et. al., (2018) constataram que as diferenças na governação das empresas entre os países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) tendem a ser menores em comparação com as entre estes países e o resto do mundo.

A literatura sugere que o governo corporativo pode ser afetado pela macro-governo a nível do país (Li, Moshirian, Pham, & Zein, 2006). Li, et al. (2006) mostram que o macro ambiente tem impacto no sistema de monitorização a nível das empresas.

Ding et al. (2012) consideram que os ambientes empresariais e legais a nível rural afetam significativamente o envolvimento das empresas em comportamentos antiéticos e até ilegais. Num ambiente macro menos desenvolvido, as empresas tendem a pagar mais para subornar funcionários locais, e as diferenças no ambiente macro entre países moderam a relação entre o envolvimento familiar e os comportamentos antiéticos ou ilegais da empresa.

Como resultado, esperamos que o ambiente macro, de governo de um país modere a relação entre o controlo externo e o governo interno das empresas. Quando o ambiente de negócios é menos favorável, as empresas tendem a concentrar-se mais na prossecução dos objetivos económicos e a colocar uma menor prioridade na CSR, pelo que são menos propensos a procurar uma verificação externa devido ao desempenho inferior da CSR.

Em contrapartida, os gestores de empresas com uma forte governação corporativa e um desempenho superior da CSR são mais propensos a procurar uma verificação externa para o efeito de sinalização quando o ambiente empresarial e jurídico é forte e a sociedade coloca mais pressão sobre ações irresponsáveis na sociedade e no ambiente.

A literatura sobre o governo corporativo releva a importância dos conselhos de administração no desenvolvimento de estratégias para a empresa (Ormiston & Wong, 2013; Jain & Jamali, 2016) e na monitorização da gestão executiva (Adams, Licht & Sagiv, 2011).

Na sequência dos escândalos corporativos de alto nível que expõem a CSiR, as manchetes dos media são povoadas por protestos públicos como "onde estava o conselho de administração?" fixando a responsabilidade por tais ações no conselho de administração (Egan, 2017).

3.4 Tendências globais nos mercados bolsistas

A tabela 1 apresenta a relação dos mercados de capitais nas principais economias em 2020. Demonstra num contexto internacional as empresas nos mercados bolsistas.

A relevância do tema ecoa quando observamos uma maioria desorganizada e dispersa de acionistas face a uma minoria organizada e coesa que gere a empresa bem como a suas predisposições de exposição ao mercado aberto.

Verifica-se que em muitos casos um grupo de acionistas é a motriz da sociedade e que lidera a administração, controla, gere, e decide perante o absentismo e dispersão dos restantes acionistas, sendo a assembleia geral por essa via um órgão esvaziado pela própria administração tornando-se um “teatro de figurantes”. (Triunfante, 2004)

Retira-se características de estrutura de propriedade do próprio sistema e do desenvolvimento do mercado de capitais e da legislação que o regula, mas não só, dá uma imagem sobre a economia permitindo uma interpretação ligada ao ambiente em que estão inseridas.

Verificando a tabela e olhando para a última coluna onde se analisa a percentagem das empresas onde 3 maiores acionistas detêm mais de 50% verificamos o caso dos Estados Unidos que para além de ter a maior capitalização do mercado tem a menor concentração com apenas 15% a Austrália e o Reino Unido com 19%, ou a Islândia com apenas 11%.

Na sua maioria e no mercado Europeu, as empresas são dominadas por grupos em que as decisões dessas empresas estão concentradas nas mãos dos detentores do poder de decisão e do capital num domínio de reduzida abertura aos pequenos investidores. (Cunha, 2006)

Em bom rigor os poderes destes pequenos investidores não pretendem qualquer domínio na gestão nem mesmo participação, mas também não encaram as suas participações como tal, procuram recolher apenas as boas performances das empresas nas quais investem, por vezes sem mesmo reconhecer o risco de investimento pelo elo que as domina.

Olhando para o caso de Portugal temos um universo pequeno de capitalização, mas largamente controlado com 69% em que o domínio é de 3 grandes acionistas, numa capitalização total de 100% e num mercado em que os privados sobressaem numa plataforma Bolsista designada PSI20 que mais não é do que PSI18.

Tabela 1 **Características do mercado e da propriedade, 2020**

Jurisdiction	Market size		Ownership coverage		Ownership by investor category (%)*					Ownership concentration (% of companies where 3 largest shareholders own >50%)
	Total market capitalisation [USD-Million]	No. of listed companies	Total market capitalisation (%)	No. of listed companies (%)	ILs	PS	SI	PC	OFF	
Argentina	27 033	73	82	51	10	17	17	25	31	76
Australia	1 767 837	1 805	91	46	27	2	6	5	60	19
Austria	123 727	55	100	89	23	23	6	21	27	67
Belgium	347 993	108	96	74	35	3	7	26	29	55
Brazil	954 874	308	100	83	27	10	8	29	27	61
Canada	2 100 898	1 231	97	67	46	4	4	6	40	21
Chile	177 704	175	99	74	12	1	13	54	19	79
China	13 029 553	4 166	94	70	11	29	18	12	30	51
Colombia	103 894	48	98	71	16	35	3	32	15	74
Costa Rica	1579	6	-	-	-	-	-	-	-	-
Czech Republic	26 609	12	98	75	20	36	0	19	24	89
Denmark	616 909	123	100	71	36	10	2	10	42	41
Estonia	3 350	17	96	59	11	17	14	35	23	60
Finland	319 259	123	100	85	31	17	9	5	38	18
France	2 870 369	397	97	84	27	6	14	20	33	60
Germany	2 421 821	801	99	58	30	7	10	15	39	59
Greece	49 138	142	96	41	16	11	14	25	34	69
Hong Kong (China)	4 783 387	2 348	98	71	18	11	19	22	30	75
Hungary	27 073	33	99	64	32	5	6	21	37	62
Iceland	11 932	19	97	95	66	1	7	9	17	11
India	2 573 728	4 309	99	27	22	12	11	33	22	58
Indonesia	493 269	701	99	74	8	17	10	43	22	89
Ireland	94 015	24	100	92	49	8	4	6	33	23
Israel	210 435	398	94	51	31	1	19	19	30	72
Italy	730 529	227	100	87	29	11	11	13	36	69
Japan	6 778 005	3 815	100	99	30	3	6	22	38	27
Korea	2 173 366	2 364	98	77	18	10	10	23	38	36
Latvia	822	18	90	33	13	23	17	38	9	100
Lithuania	5 464	25	96	60	2	43	10	27	17	80
Luxembourg	16 695	10	92	70	24	1	7	44	25	86
Malaysia	436 929	923	96	53	10	35	10	25	20	56
Mexico	385 966	124	95	78	20	2	34	19	26	60
Netherlands	1 110 264	96	99	80	40	3	4	20	32	35
New Zealand	132 058	118	95	69	20	19	5	6	50	35
Norway	325 605	210	99	80	30	29	9	10	21	40
Peru	77 438	80	97	61	7	4	5	75	8	84

Jurisdiction	Market size		Ownership coverage		Ownership by investor category (%)*					Ownership concentration
	Total market capitalisation [USD-Million]	No. of listed companies	Total market capitalisation (%)	No. of listed companies (%)	IIs	PS	SI	PC	OFF	(% of companies where 3 largest shareholders own >50%)
Poland	175 912	400	98	51	35	14	14	17	20	68
Portugal	85 155	38	100	76	22	13	10	37	19	69
Russia	686 884	203	92	66	11	31	17	18	23	91
Saudi Arabia	2 424 647	187	96	71	1	87	2	2	9	47
Singapore	448 603	567	98	49	12	11	11	30	36	71
Slovak Republic	3 169	22	92	18	0	-	4	85	11	100
Slovenia	8 949	32	91	38	8	34	0	14	44	42
South Africa	460 188	241	87	60	31	15	3	20	31	37
Spain	686 833	159	100	80	25	7	16	13	39	50
Sweden	1 053 344	555	99	56	38	6	12	12	32	22
Switzerland	1 933 137	233	98	89	33	6	6	6	49	40
Turkey	230 954	333	97	65	9	25	9	38	19	82
United Kingdom	3 195 019	1 424	98	81	60	6	4	6	25	19
United States	44 509 526	4 407	99	92	68	3	6	3	20	15

*Chave: Propriedade por categoria de investidor: IIs: Investidores institucionais; PS: Setor privado; SI: Individual Estratégico; PC: Private Corporation; OFF: Outros investidores.

Fonte: OCDE (2021), ¹⁸

Das tabelas, pode-se inferir que existem profundas diferenças entre as jurisdições. Esta leitura vai ao encontro da teoria institucional, quando esta postula que o valor das instituições é fulcral para o ganho de confiança, e, consequentemente, de investimento.

Neste sentido, as empresas que operam em ambientes jurídicos e empresariais relativamente fracos, especialmente as que estão sob pressão institucional, são suscetíveis de procurar verificação externa para fins de vitrine (Westphal & Zajac, 2001; Ananchotikul, Kouwenberg, & Phunnarungsi, 2010). Em países com fraco ambiente jurídico e empresarial, além disso, é provável que os fornecedores de verificação externa e empresas possam colidir e o custo marginal para ser capturado é insignificante (Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2004).

¹⁸ Nota: O número de empresas cotadas baseia-se em números comparáveis, excluindo fundos de investimento e fundos de investimento imobiliário (REITs) preparados como parte do trabalho da OCDE sobre "Proprietários das Empresas Cotadas No Mundo" e atualizados com dados de 2020. As empresas que listam mais de uma classe de ações são consideradas como uma empresa e apenas a sua cotação primária é considerada. Apenas as empresas cotadas nos segmentos regulados ou principais da bolsa de valores estão incluídas aqui. Fonte: Conjunto de dados da OCDE Capital Market Series, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg; ver De La Cruz, Medina e Tang (2019) "Proprietários das Empresas Cotadas do Mundo" para mais detalhes.

4. Modelo de Investigação

Para qualquer investigação, as condições necessárias para o sucesso são uma profunda revisão da literatura e boas questões de investigação de modo a se conseguir uma adequada adaptação ao contexto em apreço.

Esta pesquisa tem como objetivo realizar uma literatura sistemática dos conceitos “*effectiveness*”, “*digital*” e “*corporate governance*” na literatura académica validada.

Assim foi efetuada uma pesquisa sobre como termos de busca no resumo, título ou palavras-chave na base de dados SCOPUS¹⁹.

4.1 Recolha de Informação

O código de pesquisa TITLE-ABS-KEY (“*effectiveness*” + “*corporate governance*”) encontrou 1,473 artigos.

A pesquisa, sem restrição a limites cronológicos, e com limite “*article*”, “*business, management and accounting*”, “*social sciences*”, “*Economics, Econometrics and Finance*”, “*English*”, conseguiu reunir 1,041 artigos.

Focado nos três últimos anos, e a artigos publicados em revistas de Quartil 1, a pesquisa encontrou 36 artigos.

O código de pesquisa TITLE-ABS-KEY (“*digital*” + “*corporate governance*”) encontrou 133 artigos.

A pesquisa, sem restrição a limites cronológicos, e com limite “*article*”, “*business, management and accounting*”, “*social sciences*”, “*Economics, Econometrics and Finance*”, “*English*”, conseguiu reunir 40 artigos.

Focada em artigos publicados em revistas de Quartil 1, a pesquisa encontrou 13 artigos.

¹⁹ Nota: SciVerse SCOPUS é um banco de dados de resumos e citações de artigos para jornais/revistas académicos. Abrange cerca de 19,5 mil títulos de mais de 5.000 editoras internacionais, incluindo a cobertura de 16.500 revistas *peer-reviewed* nos campos científico, técnico, e de ciências médicas e sociais.

As informações de cada artigo foram recodificadas numa folha de Excel, composta pelas seguintes colunas: título do artigo, ano, resumo, palavras-chave, autores, afiliação dos autores e revistas. Os dados foram tratados em Excel e complementados com informações adicionais quando necessário para uma análise mais rigorosa. Também se utilizou o *Scimago Journal & Country Rank* para obter a classificação por quartis e por país das diversas revistas analisadas.

Tabela 2 – Número de citações utilizadas como palavras-chave (*key words*)

Corporate	41
Governance	39
Board	22
Audit	13
Director	10
Manager	9
Digital	7
Performance	7
Risk	7
Theory	6
Technology	5
Financial	5
Committee	5
Gender	4
Business	4
Reporting	4
Firm	4
Control	4
Voting	4

Os quatro primeiros termos das palavras-chave dos artigos publicados estão interligados e constituem o verdadeiro desafio para o modelo de negócios das organizações.

Considerando a palavra nuvem da figura 2, é visível que as palavras-chave mais utilizadas são *corporate governance*, *board*, *audit* e *diretor* seguidas dos termos *manager*, *digital* e *performance*.

Este enquadramento sugere que o tema mais proeminente na literatura atual é a relação entre as organizações e as partes interessadas.

Figura 2 – Nuvem de palavras com as palavras-chave (key word) mais frequentes



Esses tópicos estão intimamente relacionados com *governance* das organizações em que os conceitos de responsabilidade social e de representatividade são devidamente contextualizados. Além disso, o termo “*director*” (administrador) e “*manager*” (gestor executivo) também são muito citados porque acabam de ser duas partes relacionadas que são abordadas sob diferentes perspectivas e dimensões.

4.2 Pergunta de Partida

Geralmente os estudos de caso baseiam-se em seis fontes principais: documentação, registos de arquivo, entrevista, observações diretas, observações participantes e factos físicos (Yin, 2009).

Existe ainda a distinção fundamental entre fontes primárias e fontes secundárias. Os autores de fontes primárias relatam a sua própria investigação e as suas ideias, enquanto os autores de fontes secundárias relatam as investigações e ideias de outros (Perrin, 2020).

Na elaboração da questão de investigação, tentou-se seguir Quivy e Campenhoudt (2011), quando sugerem que “uma boa pergunta de partida deve exigir clareza, exequibilidade e pertinência”.

Assim, o presente trabalho de investigação tem como pergunta de partida que serve de fio condutor:

A questão de partida vai-se desenvolver sob a luz da questão de desenvolvimento:

Nesse sentido, foi sugerida a seguinte pergunta de partida:

Q1 – A Era Digital tende a influenciar o modelo de trabalho da *corporate governance*?

Esta pergunta teve por base as seguintes hipóteses

H1 – A *corporate governance* tende a influenciar a eficácia do Conselho de Administração?

Berrone & Gomez-Mejia (2009) & Jacoby (et. al. 2018) mostram que a teoria institucional pode reforçar a teoria da agência porque as empresas se esforçam para ganhar legitimidade sob a pressão institucional, melhorando o seu desempenho.

H2 – Qual a relevância da reputação dos Conselhos de Administração na Era Digital?

A eficácia do governo empresarial

Estudos empíricos dos conselhos de administração invadem a investigação da governação, examinando frequentemente se os conselhos de administração com mais administradores independentes proporcionam uma supervisão mais imparcial e uma melhor conta para os interesses de todos os acionistas (Fama & Jensen, 1983; Judge, 1994; Johnson et al., 1996; Dalton et al., 1998; Holder-Webb et al., 2008; Brandes et. al., 2021).

Devido, em parte, a falhas de governação e deficiências éticas no início dos anos 2000, os reguladores preferem que a maioria dos membros do conselho de administração não executivos tenham o estatuto de independentes (Soltani, 2014; Larcker & Tayan, 2014; Pozner et al., 2019).

Para Jain & Zaman (2019), conceptualmente, o "fazer o bem" (ou seja, CSR) e o "evitar o mal" (isto é, a CSR) são considerados comportamentos distintos (Arora & Dharwadkar, 2011; Riera & Iborra, 2017). Estes autores observam que tanto a CSR como a *corporate governance* têm medido até agora a CSR em termos da sua aparição em relatórios mediáticos ou através de auto-relatórios das empresas. Isto conduz a um enviesamento sub-reportante (Griffin & Mahon, 1997; Gallardo-Vazquez & Sanchez-Hernandez, 2014; Mattingly, 2017).

4.3 O papel da auditoria no apoio aos trabalhos do Conselho de Administração

A literatura sobre *corporate governance* considera a auditoria como um mecanismo de apoio ao governo empresarial para evitar potenciais conflitos entre acionistas e gestores e para garantir a divulgação de informações contabilísticas fiáveis (Carcello et al., 2011).

Assim, desde logo, a qualidade da auditoria deve ser assegurada. Com efeito, os escândalos financeiros do início desta década, como a Enron ou a Tyco (Yang et al., 2017), divulgaram a dúvida quanto à relevância e qualidade da auditoria. Apesar da nova lei de regulação económica (Lei Sarbanes-Oxley de 2002 nos EUA) que reforçou os controlos dos auditores, nomeadamente através do PCAOB1 e dos comités de auditoria, a qualidade da auditoria continua a ser a principal preocupação das partes interessadas (Hope et al., 2008; Francis e Wang, 2008; Beisland et al., 2015).

Para Manita, Elommalb, Baudierc & Hikkerova (2019) a auditoria deve evoluir por três razões básicas. Em primeiro lugar, porque se destina principalmente aos acionistas, que consideram a auditoria como um serviço que lhes presta um seguro razoável. De facto, os resultados anteriores devem refletir uma imagem fiel da empresa e cumprir os requisitos regulamentares. Em segundo lugar, uma vez que o relatório de auditoria elaborado vários meses depois do final do ano fiscal, baseia-se em dados históricos. Não traz elementos de futuro. Por último, uma vez que o relatório de auditoria está normalizado, não satisfaz as necessidades específicas dos seus utilizadores reais ou potenciais, a fim de ajudar a futuras decisões.

Por outro lado, os gestores não raras vezes consideram a auditoria como um custo e não são necessárias como uma mais-valia porque os relatórios na maioria das vezes não lhes fornecem recomendações para questões identificadas sobre dados históricos. Contudo, para outras partes interessadas, designadamente os empregados, fornecedores, sociedade a organização deve ser cuidada como uma mais-valia do seu equilíbrio enquanto condição de vida.

A digitalização teve um impacto significativo no mercado de trabalho (Dengler & Matthes, 2018) e mudou a forma de fazer negócios em todas as áreas de atividade, incluindo empresas de auditoria. Pode ser identificado um consenso quanto ao seu impacto na organização e nas atividades dos colaboradores (Dumitru, 2016). De acordo com Meier (2017) "Hoje, uma quarta geração de ferramentas ainda mais inovadoras está a abalar os nossos hábitos". Para se manterem competitivas e destacarem-se de outras empresas, as empresas de auditoria devem evoluir o seu modelo de negócio (Sahut et al., 2013) e a oferta de serviços através da aquisição

de tecnologia inovadora para propor soluções digitais (Van Den Broek & Van Veenstra, 2018). Por isso, a digitalização deve alterar a forma como os auditores lidarão com as atividades de auditoria, fornecendo informações adicionais para responder às necessidades dos clientes.

De acordo com a Nambisan et al. (2017), a gestão digital baseia-se na implementação, por exemplo, de processos, ferramentas, usos, gerido todos juntos. O advento dos *big data* e das redes sociais muda a forma como as empresas podem aceder à informação com a disponibilidade de novos Indicadores de Desempenho Chave (Arnaboldi et al., 2017) para melhorar a competitividade (Van Den Broek & Van Veenstra, 2018).

A digitalização destaca as necessidades em constante mudança das normas e legislação para fornecer uma análise mais profunda e robusta às empresas

Desde 2015, quando os princípios do G20/OCDE foram atualizados pela última vez, 90% das 50 jurisdições inquiridas alteraram o direito das sociedades ou a lei dos valores mobiliários, ou ambas. Quase todas as jurisdições têm também códigos ou princípios nacionais que complementam as leis, a regulação dos valores mobiliários e os requisitos de cotação. Quase dois terços das jurisdições reviram os seus códigos nacionais de governo das sociedades nos últimos quatro anos, e 94% seguem uma abordagem de "cumprir ou explicar" ou uma variação deste. Uma percentagem crescente de jurisdições – 62% – emitem agora relatórios nacionais sobre a implementação de códigos de governo das empresas. As autoridades nacionais servem como guardiães do código nacional de governo das sociedades em 26% das 47 jurisdições que têm esses códigos, enquanto exercem este papel em conjunto com as bolsas de valores em mais 9% (OECD, 2021).

4.4 Função de monitorização dos trabalhos dos administradores executivos

Para Wallace (2004), tradicionalmente, a auditoria tem três funções como mecanismo de governação: funções de monitorização, informação e seguros: (1) O papel de controlo consiste em reduzir os custos das agências, controlando a qualidade das informações contabilísticas produzidas pelos gestores (agentes) e limitando os seus poderes discricionários. (2) Através da função de informação, o auditor deve verificar a fiabilidade e a equidade das informações contabilísticas que constitui a base para qualquer tomada de decisão por parte dos acionistas e de outras partes interessadas. (3) Por último, o papel dos seguros não aborda o problema da

assimetria da informação entre acionistas e gestores, mas riscos que podem ser transferidos pelos gestores para outras entidades para ocultar a situação financeira da empresa.

Assim, o papel dos administradores não executivos é o de monitorizar o desenvolvimento das funções de controlo da empresa: (i) a auditoria, (ii) o risco e (iii) a *compliance*.

Para atingir os seus objetivos, os desenvolvimentos dos trabalhos destas três funções de controlo podem utilizar novas tecnologias digitais para automatizar o processamento de dados e limitar a intervenção humana. Os sistemas de informação (incluindo o sistema contabilístico) serão cada vez mais integrados, bloqueados e seguros. Isto reduzirá os problemas de assimetria da informação entre gestores e partes interessadas e transferências de risco.

Assim, a procura de auditoria, relacionada com estas três funções tradicionais, deixará de ter a mesma magnitude e será afetada pela evolução tecnológica estendendo o seu âmbito e aumentando a profundidade de análise tais como medidas de desempenho, fiabilidade dos sistemas de informação, comércio eletrónico, cibersegurança, responsabilidades sociais e ambientais, etc (Wallace, 2004; Jeacle, 2017; Andon et al., 2014).

4.5 Novos instrumentos de tecnologia de contabilidade digital (DLTs)

Algumas das principais razões pelas quais as tecnologia de contabilidade digital (DLTs) e os contratos inteligentes (*smart contract*) estão a ganhar popularidade incluem: (a) conveniência – oferece um processamento rápido, seguro e conveniente de transações; (b) *low cost* – os contratos inteligentes podem remover intermediários, como bancos, de processos, reduzindo assim os custos de transação; (c) descentralização – nenhuma organização central é obrigada a executar contratos inteligentes uma vez que as atividades contabilísticas são distribuídas em muitas entidades diferentes da rede; (d) transparência – permite que os detalhes de cada transação na rede sejam armazenados de forma imutável. Estes registos formam pistas de auditoria que estão disponíveis para inspeção por parte das partes autorizadas; (e) pseudónimo – As identidades dos utilizadores de contratos DLT e *smart contract* são armazenadas por identificadores únicos que normalmente não podem ser usados sozinhos para determinar a identidade do utilizador.

A utilização atual de DLTs nas finanças está num estado muito embrionário (Duran & Griffin, 2018), sendo que o problema de cibersegurança mais comum que os DLTs têm encontrado até agora tem sido vulnerabilidades em vários componentes periféricos que

trabalham e suportam DLTs, como carteiras digitais e trocas de criptomoedas. Há muitos casos em que estes componentes foram *hackeados* (Neuron, 2018).

Contudo é importante reconhecer que, embora algumas organizações de criptomoedas tenham sido atacadas com sucesso, os *hackers* aproveitaram-se de questões de segurança que não estavam diretamente relacionadas com protocolos criptográficos da DLT. Por outras palavras, até agora, nenhuma *blockchain* foi *hackeada* diretamente (Risberg, 2018).

A normalização e certificação dos componentes da plataforma DLT ajudariam a criar um ecossistema DLT mais robusto, apoiando a reutilização de componentes, reduzindo a complexidade e facilitando a avaliação dos riscos. No entanto é de notar que a normalização aumenta a escala de impacto que as falhas nos componentes terão.

O risco sistémico pode surgir de falhas ou falhas com a mecânica contratual, ou seja, tecnologia de contratos inteligentes, em vez dos próprios acordos. Não é claro como é que milhões de acordos bilaterais entre milhares de contrapartes poderiam ser tratados, digamos, no caso da descoberta de uma vulnerabilidade de cibersegurança que era comum a um grande entorpecedor de acordos, que poderiam corromper essas transações.

As preocupações relacionadas com a falta de transparência, como foi o caso dos *derivatives over-the-counter (OTC)*, poderiam ser uma questão para os contratos inteligentes. Sem compreender quem são as contrapartes em diferentes tipos de contratos inteligentes, quantos desses acordos estão em *place*, qual o risco financeiro agregado que representa estes acordos, será difícil avaliar o risco sistémico. A formação de tais informações seria fundamental numa situação em que, no futuro, existe uma falha na infraestrutura de contratos inteligentes.

As moedas digitais fornecem um exemplo de como a tecnologia DLT foi adotada por entidades fora do sistema financeiro *mainstream*. Para evitar a monitorização das transações financeiras e os controlos anti-branqueamento de capitais (AML) instituídos pelos bancos, o cibercrime tem alavancado moedas digitais, como a bitcoin.

Do mesmo modo, a relutância dos bancos em facilitar as transações em moeda digital levou ainda mais ao surgimento e ao crescimento das trocas de divisas digitais. Em alguns casos, estas trocas têm evitado a fiscalização regulamentar e, por sua vez, tornaram-se parte do sistema bancário sombra.

No caso de contratos inteligentes, podem inadvertidamente, ou por design, assumir a caracterização de outros instrumentos financeiros, mas evitar o tratamento como tal. Este

subterfúgio pode conduzir a exposições significativas fora do balanço que não são facilmente visíveis para auditores ou reguladores (Duran & Griffin, 2018).

Para Duran & Griffin (2018), a natureza automatizada dos contratos inteligentes poderia acelerar a rapidez com que uma crise financeira se pode desenrolar. Se houve uma falha em larga escala envolvendo contratos inteligentes, é pouco provável que os reguladores sejam capazes de gerir a adequadamente situação; só poderão tomar medidas corretivas após a sua realização.

Como caso em concreto, o elevado grau de automação e interligação do comércio eletrónico nos mercados financeiros tem levado a várias "quebras de *flash*". Estes acontecimentos ocorreram com tal rapidez que não foi possível determinar a causa subjacente e as soluções potenciais até muito tempo após o problema ocorrer (Kirilenko et al, 2010). Onde os reguladores tinham horas e dias para tomar medidas para tentar limitar os danos na crise financeira de 2008, uma reação em cadeia que envolveu muitos contratos inteligentes interconectados poderia terminar em questão de minutos.

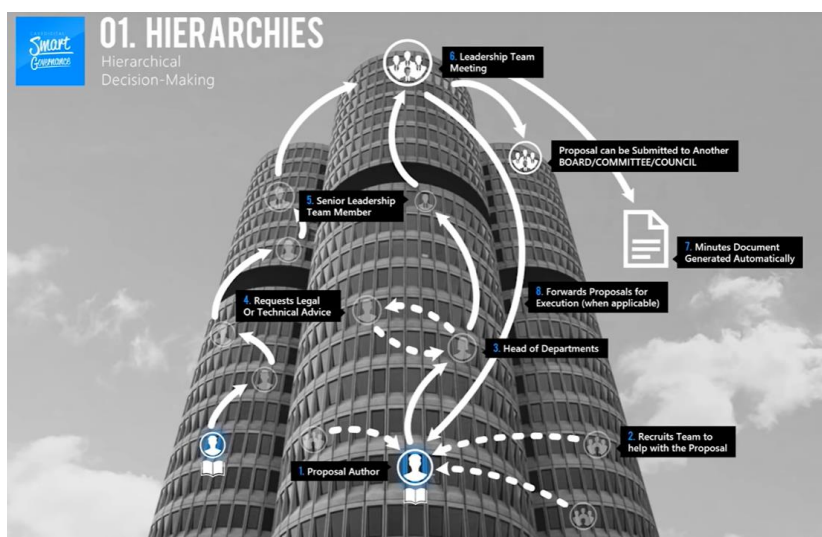
Embora historicamente, os reguladores tenham tido a capacidade de anular acordos legais baseados em papel pela *fiat*, provavelmente terão mais dificuldade em intervir e parar ou alterar a execução automatizada de contratos inteligentes. Além disso, a ambiguidade jurídica sobre a finalidade de acordos com contratos inteligentes poderia levar a dúvidas sobre a solvabilidade dos participantes nas transações, levando à perda de confiança no mercado, aumentando também o risco sísmico (Surujnath, 2017).

4.6 Instrumentos digitais de apoio ao trabalho do Conselho de Administração

Há instrumentos digitais que permitem tornar os sistemas de tomada de decisão sem papel o que os torna mais ágeis. Os principais problemas operacionais das organizações é continuarem a sentirem-se lentas por operarem com práticas de governação e gestão tecnologicamente ultrapassadas. A quantidade de recursos financeiros e humanos gastos e análises estatísticas que não trazem qualquer valor para a organização.

Pedro Serrano CEO e fundador da portuguesa Cavedigital, dá-nos indicação de que o mercado procura produtos que ofereçam fluxos de informação fidedignos, cem por cento digitais, que sejam menos suscetíveis a erros, e sirvam como um maior suporte ao processo, bem como ao indivíduo, desde a aprovação, mas também para a sua realização

com um acompanhamento do fluxo de trabalho da instituição que pode ser acionado individualmente para cada proposta, o que permite envolver toda a equipa no processo de liderança. Há, portanto, um ecossistema de tomada de decisão, de participação com registo através de ata digital e com maior transparência, com registo em rede, em que todos os *stackholders* participam desde a sua fase embrionária, decisão, execução e controlo.



Fonte: smartgovernance acedido a 3/04/2022 <https://www.cavedigital.com/bmt8/sg/about.html>

5. Conclusões

Há uma série de riscos associados com a Era Digital que são entendidos no momento (Luu *et al.*, 2016; Juels *et al.*, 2016; Delmolino *et al.*, 2016; Atzei *et al.*, 2017; Kalra *et al.*, 2018), mas talvez os maiores riscos sejam os que ainda não foram descobertos. Mas as oportunidades já identificadas cenarizam oportunidades que importa utilizar.

A evolução tecnológica tenderá a melhorar os instrumentos e a informação de apoio às partes interessadas assim como aos trabalhos do governo empresarial a diferentes níveis: (1) Poupança de tempo, (2) tarefas de valor acrescentado, (3) análise mais eficaz de dados e (3) maior nível de qualidade com o aumento de capacidade para detetar anomalias, erros ou apropriação indevida nas demonstrações financeiras.

As novas ferramentas digitais podem reduzir a assimetria da informação entre gestores, conselhos de administração, auditores e supervisores, trabalhadores, sociedade, etc (as denominadas partes interessadas) permitindo que cada *player* execute de modo adequado o seu papel, permitindo ao conselho de administração e às partes interessadas tomar decisões com base numa informação contabilística mais fiável, transparente e consequente.

A tecnologia digital oferece evidencia de todos os procedimentos permitindo um melhor controlo dos processos, informação e resultados. As novas ferramentas digitais e o aumento da cobertura de dados da empresa possibilitam uma análise mais relevante dos vários processos e dados do cliente e identificam erros e anomalias com dano para a empresa.

Isto tenderá a que a *corporate governance* desenvolva adequadamente o seu papel de mecanismo de governação e se torne um recurso para limitar o poder discricionário dos gestores, mas também um instrumento para os informar na sua tomada de decisão.

A pesquisa procurou elucidar a seguinte questão:

Q1 – A Era Digital tende a influenciar o modelo de trabalho da *corporate governance*?

As nossas propostas de resposta encontram respaldo nas conclusões do trabalho empírico de Jain & Zaman (2019) ao sugerirem que quando “devidamente estruturados, os conselhos podem reduzir substancialmente a má gestão das partes interessadas.

A eficácia do Código de Cadbury (1992)²⁰ da Lei Sarbanes-Oxley de 2002, que defende

²⁰ Ver Relatório Cadbury (informação disponível em https://en.wikipedia.org/wiki/Cadbury_Report)

conselhos mais independentes, tem sido uma questão de intenso debate (Avci, Schipani & Seyhun, 2018). Observa-se, de modo identificado pelos diversos autores, que um aumento na procura de processos e procedimentos que promovam uma adequada monitorização através de acionistas institucionais intrusivos, administradores independentes capacitados e informados, e outros (auditores, sociedade civil, supervisores, governo, etc) que atuem de forma imparcial e desapaixonada sobre a gestão executiva das empresas para proteger os interesses das partes interessadas, capturando a utilidade de todos os tipos de leis, normas e regulamentos.

Avci, Schipani & Seyhun (2018) sugerem “que as empresas incentivem os administradores a participar em mais reuniões da comissão executiva, uma vez que isso melhora a qualidade do controlo do conselho de administração, independentemente do nível de remuneração dos conselhos de administração. Dado que as preocupações com a difusão da irresponsabilidade corporativa estão a aumentar, esperamos que a nossa bolsa de estudos seja o palco para a abertura da caixa negra da investigação da CSiR”.

Na era da inteligência artificial, em que a *corporate governance* terá que ter uma integração estratégica, existe um conjunto de fatores à escala global para que a confiança e a fiabilidade das instituições se reafirme.

5.1 Limitações e sugestões para investigação

A identificação de fatores críticos de sucesso é relevante para empresas que desejem tirar proveito da Economia Digital.

Os estudos de caso apoiam futuras pesquisas que visem a elaboração de um modelo a partir das variáveis identificadas e a generalização dos conhecimentos obtidos. Contudo, é importante a realização de estudos com abordagem quantitativa para verificar a validade dos resultados numa amostra representativa do universo de empresas do setor financeiro.

6. Bibliografia

- Adams, R. B. and D. Ferreira (2009). 'Women in the boardroom and their impact on governance and performance', *Journal of Financial Economics*, 94, pp. 291–309.
- Adams, R. B., Licht, A. N., & Sagiv, L. (2011). Shareholders and stakeholders: How do directors decide? *Strategic Management Journal*, 32(12), 1331–1355. <https://doi.org/10.1002/smj.940>
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants, *Academy of Management Review*, 38: 447–465.
- Ahmed, K., M. Hossain and M. B. Adams (2006). 'The effects of board composition and board size on the informativeness of annual accounting earnings', *Corporate Governance: An International Review*, 14, pp. 418–431.
- Alexandre, C., & Balsa, J. (2017). A Multi-Agent System in the Combat Against Money Laundering/Um Sistema Multiagente no Combate ao Branqueamento de Capitais. *RISTI (Revista Iberica de Sistemas e Tecnologias de Informação)*, (25), 1-18.
- Allen, F., Santomero A. M. (2001). What do financial intermediaries do? *Journal of Banking and Finance* 25, 271-294.
- Ananchotikul, N., Kouwenberg, R., & Phunnarungsi, V. (2010). Do firms decouple corporate governance policy and practice, *European Financial Management*, 16: 712-737.
- Andon, P., Free, C., Sivabalan, P., 2014. The legitimacy of new assurance providers: making the cap fit. *Account. Org. Soc.* 39 (2), 75–96
- Antonetti, P. and S. Maklan (2016). 'Social identification and corporate irresponsibility: a model of stakeholder punitive intentions', *British Journal of Management*, 27, pp. 583–605.
- Arnaboldi, M, Busco, C., Cuganesan, S., (2017). Accounting, accountability, social media and big data: revolution or hype? *Account., Audit. Account. J.* 30 (4), 762–776.
- Arora, P. and R. Dharwadkar (2011). 'Corporate governance and corporate social responsibility (CSR): the moderating roles of attainment discrepancy and organization slack', *Corporate Governance: An International Review*, 19, pp. 136–152.
- Argenti, P. A. & Barnes, C. M. (2009). *Digital Strategies for Powerful Corporate Communications*. New York: McGraw Hill.

- Ashrafi, M., Magnan, G. Adams, M. and Tony Walker (2020). Understanding the Conceptual Evolutionary Path and Theoretical Underpinnings of Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability, *Sustainability* 2020, 12, 760.
- Assi, M. (2020). Controles internos e cultura organizacional: como consolidar a confiança na gestão dos negócios. Saint Paul.
- Avci, S. B., C. A. Schipani and H. N. Seyhun (2018). ‘Do independent directors curb financial fraud? The evidence and proposals for further reform’, *Illinois Law Journal* (forthcoming)
- Atzei, N., Bartoletti, M., & Cimoli, T. (2017). A survey of attacks on ethereum smart contracts (sok). In *International conference on principles of security and trust* (pp. 164-186). Springer, Berlin, Heidelberg
- Baysinger, B. and R. E. Hoskisson (1990). ‘The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy’, *Academy of Management Review*, 15, pp. 72–87.
- Bebbington, J., Larrinaga, C., & Moneva, J. M. (2008). Corporate social reporting and reputation risk management. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21, 337–361.
- Beisland, L.A, Mersland, R, Strom, R.O. (2015). Audit quality and corporate governance: evidence from the microfinance industry. *Int. J. Audit.* 19 (3), 218–237.
- Bento, V. (2016). Economia, moral e política. Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Berle, A. A., & Gardiner, C. (1968). Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*: 204-205.
- Bernini F., Ferretti P. and Angelini A. (2021). The digitalization-reputation link: a multiple case-study on Italian banking groups, *Meditari Accountancy Research Emerald Publishing Limited* 2049-372
- Berrone, P., & Gomez-Mejia, L. R. (2009). Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective, *Academy of Management Journal*, 52: 103-126.
- Bertoldi, Anna (2022). A Codeterminação na Corporate Governance, Tese de Mestrado, Instituto Superior de Gestão
- Boivie, S., M. K. Bednar, R. V. Aguilera and J. L. Andrus (2016). ‘Are boards designed to fail? The implausibility of effective board monitoring’, *Academy of Management Annals*, 10, pp. 319–407.

- Borak, D. (2018). 'Wells Fargo fined \$1 billion for insurance and mortgage abuses', CNN Money, April 20.
- Brandão, A. G. (2019). Inovação transacional em fintechs (Master's thesis).
- Brandes, P., Dharwadkar, R., Ross, J. and Shi L. (2021). Time is of the Essence!: Retired Independent Directors' Contributions to Board Effectiveness, *Journal of Business Ethics*
- Brennan, N.M., Solomon, J., (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Account., Audit. Account. J.* 21 (7), 885–906.
- Cai, Y., H. Jo and C. Pan (2012). 'Doing well while doing bad? CSR in controversial industry sectors', *Journal of Business Ethics*, 108, pp. 467–480.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H.-m., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings, *Review of Accounting Studies*, 19: 396-455.
- Carcello, J.V., Hermanson, D.R, Zhongxia, Y., (2011). Corporate governance research in accounting and auditing: insights, practice implications, and future research directions. *Auditing* 30 (3), 1–31.
- Carvalho, R. M. (2008). Parcerias em processos de internacionalização: o caso português (Tese de Doutoramento, ISCTE Business School, Lisboa).
- Carvalho, M. R. (2019). Dilema das Alianças, defesa do humanismo na era da inteligência artificial. Lisboa: Lidel.
- Carvalho, R. M. (2020). Governance na Banca, ISCTE
- Carvalho, Rui Moreira (2014). A força das Coisas, *Diário de um futuro Lusófono*. Lisboa: Bnomics
- Claessens, S., & Laeven, L. (2003). Financial development, property rights, and growth, *The Journal of Finance*, 58: 2401-2436.
- Clohessy, T., Acton, T. and Morgan, L. (2017). The impact of cloud-based digital transformation on ICT service providers' strategies. *Bled eConference*, Bled, Slovenia, pp. 111-126.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm, *Economica*, 4: 386-405.
- Coles, Jeffrey & Daniel, Naveen & Naveen, Lalitha. (2008). Boards: Does One Size Fit All?. *Journal of Financial Economics*. 87. 329-356. 10.1016/j.jfineco.2006.08.008.
- Corrado, C.A. and Hulten, C.R. (2010). Measuring intangible capital: how do you measure a technological revolution?. *American Economic Review*, Vol. 100 No. 2, pp. 99-104.
- Cumming, D., T. Y. Leung and O. Rui (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of Management Journal*, 58, pp. 1572–1593.

- Cunha, V. L. M. D. (2006). O governo das sociedades e desempenho das sociedades anónimas portuguesas. (Doctoral dissertation).
- Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand and J. L. Johnson (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, pp. 269–290.
- Dawson, L. M. (1997). Ethical differences between men and women in the sales profession. *Journal of Business Ethics*, 16, pp. 1143–1152.
- De Villiers, C., Hsiao, P.-C.K. & Maroun, W. (2017). Developing a Conceptual Model of influences around Integrated Reporting, New Insights, and Directions for Future Research, *Meditari Accountancy Research*, 25(4), 450-460
- Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, J. (2002). An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983–1997: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15, 312–343.
- DeFond, M., Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *J. Account. Econ.* 58 (2/3), 275–326.
- Dengler, K., Matthes, B. (2018). The impacts of digital transformation on the labour market: substitution potentials of occupations in Germany. *Technol. Forecast. Soc. Change* 137, 304–316.
- Ding, S., Qu, B., & Wu, Z. (2012). Family control, socioemotional wealth, and governance environment: The case of bribes, *Journal of Business Ethics*, 1: 1-16.
- Djankov, S., Glaeser, E., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2003). The new comparative economics, *Journal of Comparative Economics*, 31: 595-619.
- Dominguez, J. (2014). O branqueamento de capitais e o financiamento do terrorismo como ameaças à Segurança Nacional.
- Duarte, Ana Filipa Gil. (2014) A (In) dependência da Comissão de Auditoria nas Sociedades. PhD Thesis
- Dumay, J. et al. (2016). Integrated reporting: A structured literature review', *Accounting Forum*. Elsevier Ltd, 40(3), pp. 166–185. doi: 10.1016/j.accfor.2016.06.001.
- Dumitru, C., (2016). The digital revolution and job polarization: an institutional, economic, and social issue. *Intern. Audit. Risks Manage.* 11 (2), 105–115.
- Duran, R. and Griffin, P. (2018). Smart contracts: will Fintech be the catalyst for the next global financial crisis?, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 29 (1), 104-122. DOI 10.1108/JFRC-09- 2018-0122

- Dyllick, T.; Muff, K. (2016). Clarifying the meaning of sustainable business: Introducing a typology from business-as-usual to true business sustainability. *Organ. Environ.* Pp 29, 156–174.
- ECB – European Central Bank (2018), *Economic Bulletin*, Vol. 7
- Edvinsson L., Malone M. S. (1997), *Capital intelectual: descobrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos*. Makron Books do Brasil Editora Lda, pp.
- Egan, M. (2017). ‘Wells Fargo scandal: where was the board?’, *CNN Money*, April 24.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm, *The Journal of Political Economy*, 88:288-307.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349.
- Farrell, K. A. and P. L. Hersch (2005). ‘Additions to corporate boards: the effect of gender’, *Journal of Corporate Finance*, 11, pp. 85–106.
- Fleming, P. (2012). *The End of Corporate Social Responsibility: Crisis and Critique*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Forcadell, F. J., Aracil, E., & Ubeda, F. (2020). Using reputation for corporate sustainability to tackle banks digitalization challenges. *Business Strategy and the Environment*, 29 (6), 2181-2193.
- FCA, Financial Conduct Authority (2018). *Business Plan 2018/19*. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/business-plans/business-plan-2018-19.pdf>
- Fragoso, F. R. (2022). *A efetividade do programa de compliance nas instituições financeiras no que tange a prevenção do crime de branqueamento de capitais e o combate ao terrorismo*. Master's Thesis.
- Francis, J. R., and Wang, D. (2008). The joint effect of investor protection and big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary Accounting Research* 25: 157–91.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Latest ed. Pitman, Boston, MA, pp. 46.
- Frias-Aceituno, J. V., L. Rodriguez-Ariza and I. Garcia-Sanchez (2013). The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, pp. 219– 233.
- Gallardo-Vazquez, D. and M. I. Sanchez-Hernandez (2014). Measuring corporate social responsibility for competitive success at a regional level, *Journal of Cleaner Production*, 72, pp. 14–22.

- Gandomi, A., & Haider, M. (2015). Beyond the hype: Big data concepts, methods, and analytics. *International journal of information management*, 35(2), 137-144
- Garrido-Miralles, P., Zorio-Grima, A., & Garc'ia-Benau, M. A. (2016). Sustainable development, stakeholder engagement and analyst forecasts' accuracy: Positive evidence from the Spanish setting. *Sustainable Development*, 24, 77–88. doi:10.1002/sd.1607
- Godfrey, P. C., C. B. Merrill and J. M. Hansen (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: an empirical test of the risk management hypothesis, *Strategic Management Journal*, 30, pp. 425–445.
- Goldschmidt, A., Neto, a. M. D. O., Jordao, G., da Fonseca, M. R., da Cunha, p. R. F., Rocha, t. V., ... & Cremonine, i. (2017). *Gestão dos stakeholders*. Saraiva Educação SA.
- Grappi, S., S. Romani and R. P. Bagozzi (2013). Consumer response to corporate irresponsible behavior: moral emotions and virtues, *Journal of Business Research*, 66, pp. 1814–1821.
- Greenwood, M. (2007). Stakeholder engagement: beyond the myth of corporate responsibility, *Journal of Business Ethics*, 74, pp. 315–327.
- Griffin, J. J. and J. F. Mahon (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate: twentyfive years of incomparable research, *Business & Society*, 36, pp. 5–31.
- Guide to Corporate Governance Practices in the European Union (2021)
- Guthrie J., Ricceri F. & Dumay, J. (2012). Reflections and projections: A decade of Intellectual Capital Accounting Research. *The British Accounting Review*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.bar.2012.03.004>
- Hahn, T.; Figge, F.; Aragón-Correa, J.A.; Sharma, S. (2017). Advancing research on corporate sustainability: Off to pastures new or back to the roots? *Bus. Soc.*, 56, 155–185
- Harlow, H. (2018). Ethical concerns of artificial intelligence, big data and data analytics. *In European Conference on Knowledge Management* (pp. 316–323). Academic Conferences International Limited
- Harlow, H.D. (2018). Developing a knowledge management strategy for data analytics and intellectual capital. *Meditari Accountancy Research*, Vol. 26 No. 3, pp. 400-419. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-09-2017-0217>
- Hillman, A. J., G. D. Keim and R. A. Luce (2001). 'Board composition and stakeholder performance: do stakeholder directors make a difference?', *Business & Society*, 40, pp. 295– 314.

- Hossnofsky, V., Junge, S. (2019). Does the market reward digitalization efforts? Evidence from securities analysts' investment recommendations. *Journal of Business Economics*, 2019, vol. 89, issue 8, No 3, 965-994
- Holder-Webb, L., Cohen, J., Nath, L., & Wood, D. (2008). A survey of governance disclosures among U.S. firms. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 543–563.
- Hope, O.-K., Kang, T., Thomas, W., Yoo, Y.K., (2008). Culture and auditor choice: a test of the secrecy hypothesis. *J. Account. Public Policy* 27 (5), 357–373
- Itami, H., & Roehl, T. W. (1987). *Mobilizing invisible assets*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Jackson, G., S. Brammer, J. M. Karpoff, D. Lange, A. Zavyalova, B. Harrington et al. (2014). 'Grey areas: irresponsible corporations and reputational dynamics', *Socio-Economic Review*, 12, pp. 153–218.
- Jacoby, G, Liu M., Wang Y., Wu Z. and Y. Zhang (2018). Corporate Governance, External Control, and Environmental Information Transparency: Evidence from Emerging Markets, *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*
- Jain, T. and D. Jamali (2016). 'Looking inside the black box: the effect of corporate governance on corporate social responsibility', *Corporate Governance: An International Review*, 24, pp. 253–273
- Jain, T. and Zaman, R. (2019). When Boards Matter: The Case of Corporate Social Irresponsibility, *British Journal of Management*, Vol. 00, 1–22.
- Jeacle, I., (2017). Constructing audit society in the virtual world: the case of the online reviewer. *Account., Audit. Account. J.* 30 (1), 18–37.
- Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity, *Financial management*, 34: 5-19.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jizi, M. I., A. Salama, R. Dixon and R. Stratling (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: evidence from the US banking sector. *Journal of Business Ethics*, 125, pp. 601–615.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409.
- Juels, A., Kosba, A., & Shi, E. (2016). The ring of gyges: Investigating the future of criminal smart contracts. In *Proceedings of the 2016 ACM SIGSAC Conference on Computer and Communications Security* (pp. 283-295).

- Judge, W. Q. (1994). Correlates of organizational effectiveness: A multi-level analysis of a multi-dimensional outcome. *Journal of Business Ethics*, 13(1), 1–10.
- Kalra, S., Goel, S., Dhawan, M., & Sharma, S. (2018). Zeus: analyzing safety of smart contracts. In *Ndss* (pp. 1-12).
- Kang, N. and J. Moon (2011). Institutional complementarity between corporate governance and corporate social responsibility: a comparative institutional analysis of three capitalisms. *Socio-Economic Review*, 10, pp. 85–108.
- Karpoff, J. M., D. Scott Lee and G. S. Martin (2008). The consequences to managers for financial misrepresentation. *Journal of Financial Economics*, 88, pp. 193–215.
- Kaufmann, D., Kraay, A., & Mastruzzi, M. (2003). Governance matters III: Governance indicators for 1996-2002. *WBEP*, 12(12).
- King, A. A., Lenox, M. J., & Terlaak, A. (2005). The strategic use of decentralized institutions: Exploring certification with the ISO 14001 management standard. *Academy of Management Journal*, 48: 1091-1106.
- Kirilenko, A., Kyle, A., Samadi, M. and Tuzun, T. (2010). The Flash Crash: The Impact of High Frequency Trading on an Electronic Market. Disponível em https://www.cftc.gov/sites/default/files/idc/groups/public/@economicsanalysis/documents/file/oce_flashcrash0314.pdf
- Klein, J. and N. Dawar (2004). Corporate social responsibility and consumers attributions and brand evaluations in a product-harm crisis. *International Journal of Research in Marketing*, 21, pp. 203–217.
- Kock, C. J., J. Santalo and L. Diestre (2012). Corporate governance and the environment: what type of governance creates greener companies?. *Journal of Management Studies*, 49, pp. 492–514.
- Kolbjørnsrud, V. (2017). Agency problems and governance mechanisms in collaborative communities. *Strategic Organization*, 15(2), 141-173
DOI: <http://dx.doi.org/10.1177/1476127016653727>
- Kotchen, M. and J. J. Moon (2012). Corporate social responsibility for irresponsibility. *The B. E. Journal of Economic Analysis & Policy*, 12.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 1998. Law and finance, *Journal of Political Economy*, 106: 1113-1155.
- Lange, D. and N. T. Washburn (2012). Understanding attributions of corporate social irresponsibility. *Academy of Management Review*, 37, pp. 300–326.

- Larcker, D., & Tayan, B. (2014). Do CEOs make the best directors? *Directors and Boards*, 38, 30–32.
- Leonard-Barton, D. (1988). Implementation as mutual adaptation of technology and organization. *Research Policy*, Vol. 17 No. 5, pp. 251-267.
- Li, D., Moshirian, F., Pham, P., & Zein, J. (2006). When financial institutions are large shareholders: The role of macro corporate governance environments. *Journal of Finance*, 61: 2975–3007.
- Liao, L., L. Luo and Q. Tang (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. *British Accounting Review*, 47, pp. 409–424.
- Lin-Hi, N. and K. Muller (2013). The CSR bottom line: preventing corporate social irresponsibility. *Journal of Business Research*, 66, pp. 1928–1936.
- Lipton, M. and J. W. Lorsch (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *The Business Lawyer*, pp. 59– 77.
- Lokin, M., & Veldman, J. (2019). The potential of the Dutch corporate governance model for sustainable governance and long term stakeholder value. *Erasmus L. Rev.*, 12, 50.
- Lozano, R. (2015). A holistic perspective on corporate sustainability drivers. *Corp. Soc. Responsib. Environ. Manag.* (pp. 22, 32–44).
- Luu, L., Chu, D. H., Olickel, H., Saxena, P., & Hobor, A. (2016). Making smart contracts smarter. In *Proceedings of the 2016 ACM SIGSAC conference on computer and communications security* (pp. 254-269).
- Manitaa, R., Elommalb N., , Baudierc P. and L. Hikkerovad (2019). The digital transformation of external audit and its impact on corporate governance. *Technological Forecasting & Social Change* 150 (2020) 119751
- Manyika J, Chui M, Brown B, Bughin J, Dobbs R, Roxburgh C, Byers AH (2011). Big data: the next frontier for innovation, competition, and productivity. McKinsey Global Institute. http://www.mckinsey.com/insights/mgi/research/technology_and_innovation/big_data_the_next_frontier_for_innovation.
- Molodchik M., Paklina S., Parshakov (2018). P.Digital relational capital of a company. *Meditari Accountancy Research*. Vol. 26. No. 3. P. 443-462.
- Marras, J. P. (2017). *Gestão de pessoas em empresas inovadoras*. Saraiva Educação SA.
- Mattingly, J. E. (2017). Corporate social performance: a review of empirical research examining the corporation–society relationship using Kinder, Lydenberg, Domini Social Ratings data. *Business & Society*, 56, pp. 796–839

- Mattingly, J. E. and S. L. Berman (2006). Measurement of corporate social action: discovering taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini ratings data. *Business & Society*, 45, pp. 20–46.
- Meier, C., (2017). Managing digitalization: challenges and opportunities for business. *Management* 12 (2), 111–113. O governo corporativo e o enquadramento institucional e tecnológico.
- Montiel, I. (2008) Corporate social responsibility and corporate sustainability: Separate pasts, common futures. *Organ. Environ.* 21, 245–269.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2004). Corporate governance, economic entrenchment and growth (No. w10692). National Bureau of Economic Research.
- Moreira, A. R. L. (2015). Corporate Governance: os investigadores institucionais no governo das sociedades comerciais. PhD Thesis.
- Moro Visconti, R. (2020). FinTech Valuation. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3533869> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3533869>
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice, *Accounting and Business Research*, 18: 47-56.
- Murphy, P. E. and B. B. Schlegelmilch (2013). Corporate social responsibility and corporate social irresponsibility: introduction to a special topic section. *Journal of Business Research*, 66, pp. 1807–1813.
- Nakamoto, S. (2008). Bitcoin: a peer-to-peer electronic cash system. Disponível em: <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf> (accessed 16 June 2019).
- Nambisan, S., Lyytinen, K., Majchrzak, A., Song, M., (2017). Digital Innovation management: reinventing innovation management research in a digital world. *MIS Q.* 41 (1), 223–238.
- Neuron (2018). List of cryptocurrency exchange hacks. Disponível em: <https://rados.io/list-of-documentedexchange-hacks/>
- Nielsen, S. and M. Huse (2010). The contribution of women on boards of directors: going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18, pp. 136
- OCDE, 2021. OECD Corporate Governance Factbook 2021. Disponível em <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>
- Oikonomou, I., C. Brooks and S. Pavelin (2012). The impact of corporate social performance on financial risk and utility: a longitudinal analysis. *Financial Management*, 41, pp. 483–515.

- Oliveira, C. V. M. D. (2018). A importância do relatório final da atividade das unidades de inteligência financeira (UIF) no combate ao crime de branqueamento de capitais. (Master's thesis).
- Ormiston, M. E. and E. M. Wong (2013). License to ill: the effects of corporate social responsibility and CEO moral identity on corporate social irresponsibility. *Personnel Psychology*, 66, pp. 861–893.
- Parlett, M., & Hamilton, D. (1976). Evaluation as Illumination, pp. 84-101 in David Tawney, ed., *Curriculum Evaluation Today: Trends and Implications*. London: Macmillan.
- Perrin, R. (2020). *Pocket Guide to APA Style with APA 7e Updates*. Cengage Learning
- Pozner, J., Mohliver, A., & Moore, C. (2019). Shine a light: How firm responses to announcing earnings restatements changed after Sarbanes-Oxley. *Journal of Business Ethics*, 160(2), 427–443.
- Quivy, R. e Campenhoudt, L.V. (2011). *Manual de Investigação em Ciências Sociais*. Lisboa: Editora Gradiva.
- Rana, S., & Misra, P. (2010). Operational dimension of csr: An empirical assessment of BSE and NSE listed companies, *Vision: The Journal of Business Perspective*, 14: pp. 57-66.
- Riera, M. and M. Iborra (2017). Corporate social irresponsibility: review and conceptual boundaries. *European Journal of Management and Business Economics*, 26, pp. 146–162.
- Risberg, J. (2018). Yes, the blockchain can be hacked. Disponível em: <https://coincentral.com/blockchainhacks/>
- Rivera-Arrubla, Y. and Zorio-Grima, A. (2016). Integrated Reporting, Connectivity, and Social Media. *Psychology & Marketing*. Vol. 33(12): 1159–1165 (December 2016)
- Robertson, C., J. Schwartz and R. Perez-Pe (2015). BP to pay \$18.7 billion for Deepwater Horizon oil spill. *New York Times*, July 3.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach, *The Bell Journal of Economics*: 23-40.
- Sahut, JM., Hikkeorva, L., Moez, K., (2013). Business model and performance of firms. *Int. Bus. Res.* 6 (2), (pp. 64–76).
- Secundo, G. et al. (2017). Students creativity and entrepreneurial learning for developing corporate entrepreneurship. In: SCHIUMA, G.; LERRO, A. (ed.). *Integrating Art and Creativity into Business Practice*, (pp. 89-116).

- Scherer, A. G., & Palazzo, G. (2007). Toward a political conception of corporate responsibility: Business and society seen from a Habermasian perspective. *Academy of management review*, 32(4), 1096-1120.
- Schneider, L., Evans, J. and Kim, A. (2018). Why blockchain smart contracts matter. *International Financial Law Review*
- Schwartz, J. and V. Bryan (2017). VW's Dieselgate bill hits \$30 bln after another charge. *Reuters*, September 29.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, 52: 737-783.
- Smith, C. W. (1986). Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics*, 15: 3-29.
- Soltani, B. (2014). The anatomy of corporate fraud: A comparative analysis of high profile American and European corporate scandals. *Journal of Business Ethics*, 120(2), 251–274.
- Spence, M. (1974). Competitive and optimal responses to signals: An analysis of efficiency and distribution. *Journal of Economic Theory*, 7: 296-332.
- Stewart, T. A. (1997). *Capital Intelctual, a nova vantagem competitiva das empresas*. Campus Ltda, 5ª Ed.
- Strike, V. M., J. J. Gao and P. Bansal (2006). Being good while being bad: social responsibility and the international diversification of US firms. *Journal of International Business Studies*, 37, pp. 850–862.
- Sun, N., Salama, A., Hussainey, K., & Habbash, M. (2010). Corporate environmental disclosure, corporate governance and earnings management. *Managerial Auditing Journal*, 25: 679-700.
- Surujnath, R. (2017). Off the chain! A guide to blockchain derivatives markets and the implications on systemic risk. *Fordham Journal of Corp. and Financial Law*, Vol. 22 No. 2, (pp. 257).
- Sweetin, V. H., L. L. Knowles, J. H. Summey and K. S. McQueen (2013). Willingness-to-punish the corporate brand for corporate social irresponsibility. *Journal of Business Research*, 66, (pp. 1822–1830).
- Szabo, N. (1997). Formalizing and securing relationships on public networks. *First Monday*, Vol. 2 No. 9.
- Teece, D.J. (1986). Profiting from technological innovation. *Research Policy*, 15, (pp.285-305).

- Triunfante, A. M. (2004). A tutela das minorias nas sociedades anónimas: direitos de minoria qualificada, abuso de direito. Coimbra, Coimbra Editora.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53, (pp. 113–142).
- Van Den Broek, T., Van Veenstra, A.F., (2018). Governance of Big Data collaborations: how to balance regulatory compliance and disruptive innovation. *Technol. Forecast. Soc. Change* 129, (pp. 330–338).
- Velikonja, U. (2013). The political economy of board independence. *North Carolina Law Review*, 92, (pp. 8).
- Vermeulen, W.J.; Witjes, S. (2016). On addressing the dual and embedded nature of business and the route towards corporate sustainability. *J. Clean.* 112, (pp. 2822–2832).
- Vial, G. (2019). Understanding digital transformation: a review and a research agenda. *The Journal of Strategic Information Systems*, Vol. 28 No. 2, (pp. 118-144).
- Wallace, A.W., 2004. The economic role of the audit in free and regulated markets: a look back and forward. *Res. Account. Regul.* 17, 267–298.
- Walls, J. L. and A. J. Hoffman (2013). Exceptional boards: environmental experience and positive deviance from institutional norms. *Journal of Organizational Behavior*, 34, pp. 253–271.
- Watson, W. E., K. Kumar and L. K. Michaelsen (1993). Cultural diversity's impact on interaction process and performance: comparing homogeneous and diverse task groups. *Academy of Management Journal*, 36, (pp. 590–602).
- Watts, R., Zimmerman, J., (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New JeCSRy.
- Westphal, J. D. and J. W. Fredrickson (2001). Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, and change in corporate strategy. *Strategic Management Journal*, 22, (pp. 1113–1137).
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (2001). Decoupling policy from practice: The case of stock repurchase programs. *Administrative Science Quarterly*, 46: (pp. 202-228).
- Yang, D., Jiao, H., Buckland, R. (2017). The determinants of financial fraud in Chinese firms: does corporate governance as an institutional innovation matter? *Technol. Forecast. Soc. Change* 125, 309–320.
- Yin, R. K. (2009). *Case study research: Design and methods* (4th ed.). Thousand Oaks, CA: Sage Publications.

- Yin, R.K. (1994). Case study research: Design and Methods, Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Zaby, S., & Pohl, M. (2019). The Management of Reputational Risks in Banks: Findings from Germany and Switzerland. Sage Open. doi: 10.1177/2158244019861479.