



APNOR

Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal

Lira Bernarda Victório Campos

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do Grau de Mestre em Contabilidade e Finanças

Orientada por:

Prof.^a Amelia Maria Martins Pires

Prof.^a Paula Odete Fernandes

Bragança, Novembro, 2015



Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal

Lira Bernarda Victório Campos

Orientada por:

Prof.^a Amelia Maria Martins Pires

Prof.^a Paula Odete Fernandes

Bragança, Novembro, 2015

A minha querida filha
Hendira Kyeza, dedico

A ti meu amor

Henda Lopes

RESUMO

Os últimos anos ficaram marcados por divergências de interesses nas relações estabelecidas na estrutura organizacional e com consequências ao nível do seu potencial de criação de valor, o que veio tornar necessária a introdução de mecanismos que permitam alinhar interesses e supervisionar a atuação dos agentes no geral e dos acionistas e gestores em particular. Esta problemática entronca com a questão dos modelos de *Corporate Governance* (CG) e assume particular relevância na sequência dos últimos escândalos financeiros internacionais.

Neste contexto, e tomando por base uma amostra de 48 empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa procurou-se verificar a existência de uma associação positiva entre as características do modelo de CG mais utilizado em Portugal e o desempenho empresarial levantando-se, para o efeito, oito hipóteses de investigação. Os resultados obtidos permitiram validar cinco dessas hipóteses de investigação levando a concluir que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis modelo de CG, dimensão do Conselho de Administração (CA), número de membros independentes no CA, existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de *Chief Executive Officer* (CEO) e independência do CEO e o desempenho empresarial.

Palavras-Chave: *Corporate Governance*; Desempenho; EBITDA; PSI20.

ABSTRACT

The last few years were marked by differences of interests in the relationships established in the organizational structure and with consequences in terms of its added value created. With this become necessary to introduce mechanisms to align interests and supervise the activities of agents, in general, and shareholders and managers, in particular. This issue intersects with the topic of models of Corporate Governance (CG) and gains relevance following the latest international financial scandals.

In this regard, and based a sample of 48 enterprises listed on the Lisbon Stock Exchange sought to verify the existence of a positive association between the characteristics of the most widely used CG model in Portugal and business performance having been established 8 research hypotheses. The results obtained allowed to validate five of these research hypotheses leading to the conclusion that there is a positive association and statistically significant among the variables model of CG, size of the Board of Directors, the number of independent members on the Board of Directors, existence of different people in the Board of Directors and *Chief Executive Officer* (CEO) role of president, independence of the CEO and business performance.

Keywords: Corporate Governance; Performance; EBITDA; PSI20.

RESUMEN

En los últimos años estuvieron marcados por diferencias de intereses en las relaciones establecidas en la estructura organizativa y con consecuencias en términos de su potencial de creación de valor, lo que ha hecho necesario introducir mecanismos para alinear los intereses y supervisar las actividades de los agentes en general y de los accionistas y gerentes en particular. Esta temática enlaza con la cuestión de los modelos de *Corporate Governance* (CG) y es particularmente relevante tras los recientes escándalos financieros internacionales.

En este contexto, y en base de una muestra de 48 empresas cotizadas en la Bolsa de Valores de Lisboa se intentó verificar la existencia de una asociación positiva entre las características del modelo CG más utilizado en Portugal y el rendimiento/desempeño del negocio, estableciéndose ocho hipótesis investigación. Los resultados obtenidos permitieron validar cinco de estas hipótesis de investigación que llevan a la conclusión de que existe una asociación positiva y estadísticamente significativa entre las variables modelo del CG, tamaño del Consejo Administrativo (CA), número de miembros independientes en el CA, existencia de diferentes personas en el la función de presidente del CA y del *Chief Executive Officer* (CEO), independencia del CEO y el desempeño empresarial.

Palabras clave: *Corporate Governance*; Desempeño/Rendimiento; EBITDA; PSI20.

Agradecimentos

No culminar de mais uma fase da minha vida quero agradecer a todos aqueles que me deram força e ânimo nesta caminhada que infelizmente não foi fácil. Nesta fase dos agradecimentos é comum cometerem-se algumas injustiças por dificuldade de enunciar todos aqueles a quem, no decorrer deste percurso, tive a sorte de recorrer. Sendo assim e sem querer distinguir qualquer tipo de hierarquia, sinto o dever de sublinhar o apoio prestado pelas minhas orientadoras, Professora Doutora Amélia Pires, pela disponibilidade, apoio, partilha de conhecimentos e acima de tudo motivação e a Professora Doutora Paula Odete Fernandes pela disponibilidade incondicional para me ajudar no tratamento dos dados. O apoio da família, mesmo estando longe, e dos amigos, foi fundamental para arranjar força e manter o equilíbrio necessário para poder trabalhar. São muitos aqueles por quem neste momento sinto uma profunda dívida de gratidão pelo que, a todos os que, de uma forma ou de outra, estiveram comigo e me apoiaram ao longo deste percurso, o meu muito obrigado.

Lista de Siglas e abreviaturas

AG- Assembleia Geral

BES- Banco Espírito Santo

CA- Conselho de Administração

CAE- Conselho de Administração Executivo

CAu -Comissão de Auditoria

CCG- Código de Corporate Governance

CE- Comissão Europeia

CEE- Comissão Económica Europeia

CEO- Diretor Executivo (*Chief Executive Officer*)

CF- Conselho Fiscal

CFO- Diretor Financeiro (*Chief Financial Officer*)

CG- Corporate Governance

CGe- Conselho Geral

CMVM- Comissão de Mercado e Valores Mobiliário

CS- Conselho de Supervisão

CSC- Código das Sociedades Comerciais

CSG- Conselho Geral de Supervisão

CVM- Código de Valores Mobiliários

EBIT- Resultado antes de Juros e Impostos (*Earnings Before Interest and Taxes*)

EBITDA- Lucro antes de Juros Imposto Depreciações e Amortizações (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)

EU- União Europeia

FU- Fiscal Único

IPCG- Instituto Português de Corporate Governance

OCDE- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA- Oferta Publica de Aquisição

PCA- Presidente do Conselho de Administração

PR- Política de Remuneração

PSI- *Portuguese Stock Index*

RF- Remuneração Fixa

RLP-Resultado Líquido do Período

ROC- Revisor Oficial de Contas

RT- Remuneração Total

SROC- Sociedade de Revisores Oficiais de Contas

Índice Geral

Índice de Figuras.....	vi
Índice de Tabelas.....	vii
Introdução.....	1
1. Revisão de Literatura.....	3
1.1. <i>Corporate Governance</i>	3
1.1.1. Visão Global.....	3
1.1.2. Conceito e importância.....	4
1.1.3. Sistemas de <i>Corporate Governance</i>	9
1.1.3.1. Sistema Continental.....	11
1.1.3.2. Sistema Anglo-saxónico.....	12
1.1.4. Modelos de <i>Corporate Governance</i>	13
1.1.4.1. Modelo Anglo-saxónico.....	14
1.1.4.2. Modelo Alemão.....	14
1.1.4.3. Modelo Japonês.....	15
1.1.4.4. Modelo Latino-Europeu ou Monista.....	16
1.1.4.5. Modelo Latino-Americano.....	17
1.2. Contributo para a construção dos Princípios de <i>Corporate Governance</i>	20
1.2.1. Relatório de Cadbury.....	20
1.2.2. Relatório de Hampel.....	21
1.2.3. Relatório da OCDE.....	22
1.2.4. Lei Sarbanes-Oxley Act.....	23
1.2.5. Recomendações da União Europeia.....	24
1.3. O <i>Corporate Governance</i> e a Teoria da Agência.....	27
1.4. <i>Corporate Governance</i> e Modelos de Medição de Desempenho.....	31
1.5. <i>Corporate Governance</i> em Portugal.....	33
1.5.1. <i>Corporate Governance</i> no âmbito do Código das Sociedades Comerciais.....	34
1.5.1.1. Conselho de Administração.....	35
1.5.1.2. Órgão de Fiscalização.....	36
1.5.1.3. Remuneração.....	36

1.5.1.4. Divulgação de Informação.....	37
1.5.2. <i>Corporate Governance</i> no âmbito da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários e do Código de Valores Mobiliários.....	37
1.6. Fontes Empíricas.....	39
2. Metodologia de Investigação.....	42
2.1. Objeto e Objetivo do Estudo.....	42
2.2. Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação.....	43
2.3. Recolha de Informação.....	48
2.4. Técnicas Estatísticas de Tratamento dos Dados.....	49
2.5. População vs Amostra.....	51
2.6. Apresentação e análise dos Resultados.....	52
2.6.1. Caracterização da Amostra em Estudo.....	52
2.6.2. Análise Descritiva Exploratória.....	53
2.6.3. Comportamento entre os indicadores económico-financeiros e as variáveis.....	57
2.6.4. Validação das hipóteses de investigação.....	67
Conclusão e Futuras Linhas de Investigação.....	72
Referências Bibliográficas.....	75
Anexo A: Lista das Empresas que participaram no estudo.....	85

Índice tabelas

Tabela 1: Principais características dos Modelos de Corporate Governance.....	19
Tabela 2: Sistematização dos Estudos Incluídos na Revisão de Literatura sobre a Realção ente o Corporate governance e o Desempenho.....	41
Tabela 3: Resumos das Hipóteses de Investigação.....	47
Tabela 4:Distribuição das empresas pelos setores de Atividade, por ano de exercício económico.....	52
Tabela 5: Resumo da estatística descritiva para as variáveis em estudo, por ano de exercício económico.....	53
Tabela 6: Resumo da estatística descritiva para os indicadores económico-financeiro em 10 ⁶ €.....	56
Tabela 7: Modelos de CG vs Indicadores económicos-financeiros.....	59
Tabela 8: Dimensão do CA vs Indicadores económico-financeiros.....	60
Tabela 9: Independência dos Membros do CA vs Indicadores económico-financeiros..	62
Tabela 10: Independência do CEO vs Indicadores económico-financeiros.....	64
Tabela 11: Política de Remuneração vs Indicadores económico-financeiros.....	66
Tabela 12: Resultado dos testes estatísticos para a validação das hipóteses de investigação.....	68
Tabela 13: Resumo dos resultados esperados e obtidos para cada hipótese de investigação.....	71

Índice Figuras

Figura 1: Estrutura de Governo das Sociedades no Sistema Continental.....	12
Figura 2: Estrutura de Governo das Sociedades no Sistema Anglo-Saxónico.....	13
Figura 3: Modelo Anglo-Saxónico.....	14
Figura 4: Modelo Alemão.....	15
Figura 5: Modelo Japonês.....	16
Figura 6: Modelo Latino-Europeu ou Monista.....	17
Figura 7: Modelo Latino-Americano.....	18

INTRODUÇÃO

A incerteza e a assimetria de informação colocam problemas de conflitos de interesses nas relações estabelecidas na estrutura organizacional que afetam as funções básicas das organizações e o seu potencial de criação de valor e, em simultâneo, tornam necessária a introdução de mecanismos que permitam alinhar interesses e supervisionar as atuações dos agentes no geral e dos acionistas e gestores em particular.

Os últimos anos ficaram marcados por alterações aos mais diversos níveis, tanto económicas como políticas, sociais ou culturais. O papel social das empresas, assim como as alterações provocadas pelas suas atividades económicas, têm merecido crescente preocupação por parte de diferentes grupos de interesses, nomeadamente do Estado, dos consumidores e dos investidores. Por sua vez, os conflitos de agência vêm provocando divergências de interesses nas relações estabelecidas na estrutura organizacional com consequências ao nível das funções básicas das organizações e no seu potencial de criação de valor e, como consequência, tornar necessária a introdução de mecanismos que permitam alinhar interesses e supervisionar a atuação dos agentes no geral e dos acionistas e gestores em particular. Esta problemática, não sendo nova, assume particular relevância na sequência dos últimos escândalos financeiros internacionais.

A questão do Corporate Governace (CG) entronca nesta realidade. A necessidade de estudar em que medida os sistemas de CG cumprem o seu papel na monitorização e gestão de resultados foi potenciada pela recente crise financeira e social que proliferou um pouco por todo o mundo. No atual contexto existe uma maior perceção de que o sucesso das empresas e os benefícios para os agentes não se fazem depender exclusivamente da maximização do lucro no curto prazo. Por outro lado, as conceções teóricas, nomeadamente no que tange à assimetria de informação, também têm vindo a ser confirmadas pelos recentes escândalos financeiros, ao comprovarem que a gestão das organizações tem uma vantagem sobre os acionistas e outros *stakeholders* no que respeita ao acesso à informação (Faria, 2013). Subjacente a esta motivação está um conflito de agência que se desenvolve porque o gestor dispõe da possibilidade de retirar partido, em seu proveito, da flexibilidade de alguns princípios contabilísticos e regras de reporte de resultados. Ou seja, num quadro de legalidade, o órgão de gestão e ou administração toma decisões que lhe são convenientes mas cujos efeitos surgem, em termos de informação preparada e relatada, não raras vezes, distantes da real situação da empresa.

É no âmbito desta problemática que se desenvolve o presente estudo, que tem como objetivo procurar analisar e/ou identificar algum tipo de relação entre os modelos de CG e o desempenho empresarial em Portugal e, adicionalmente, reconhecer ou estabelecer algum tipo de relação entre o desempenho e as características do modelo de CG, designadamente a dimensão do Conselho de Administração (CA), o Presidente do CA, tipo de gestor e suas funções, a existência de CEO independente ou as políticas de remuneração. Ou seja, o trabalho será desenvolvido para procurar perceber se há ou não alguma relação entre o desempenho empresarial e o modelo de CG

seguido pelas empresas em Portugal e, neste âmbito, o que poderá determinar a existência de uma eventual relação.

De referir que não estamos em presença de uma investigação inédita mas antes de um trabalho que se encontra em linha ou no seguimento de outros anteriormente desenvolvidos (e.g., Duarte, 2007; Faria, 2013; Fernandes, 2014; Carvalho, 2015). Nesta circunstância, propomo-nos contribuir para enriquecer a discussão e/as perspetivas de abordagem em torno da influência das características dos modelos de CG no desempenho empresarial, mais concretamente avaliar a existência de uma eventual relação entre os modelos de CG, nomeadamente no que respeita às características do CA, e o desempenho empresarial com base num conjunto de indicadores de desempenho selecionados para o efeito. Concretizando, procurar-se-á instar da hipotética relação entre algumas variáveis que decorrem do modelo de CG, como o número de membros independentes no CA, a atribuição dos cargos de *Chairman* e de CEO à mesma pessoa ou a pessoas diferentes, a dimensão do CA, a política de remuneração e a remuneração do CEO, componente fixa e/ou variável, e um conjunto de indicadores de desempenho, designadamente as Vendas, EBITDA, EBIT, RAI, RLP, Ativo Total, Passivo Total, Capital Próprio e Rendimento Integral.

Com efeito, o trabalho será desenvolvido tomando por base uma metodologia de natureza quantitativa, utilizando como amostra um conjunto de empresas do universo das empresas cotadas em Portugal, e as observações respeitam aos anos de 2011, 2012 e 2013. Segundo Ittner e Larcker (2002) este tipo de investigação pode ser a única forma de compreender as variáveis e as relações que se estabelecem entre elas.

Em conformidade, e para lhe procurar dar resposta, esta dissertação desenvolve-se, para além desta introdução e respetivas conclusões, a partir de duas grandes componentes. Uma primeira de enquadramento teórico com o objetivo de discutir a problemática e suportar a segunda, que corresponde à componente empírica desta investigação. O enquadramento teórico será construído com base numa revisão de literatura capaz de nos permitir dissecar em torno dos modelos de CG e daquilo que os caracteriza, nomeadamente dos princípios e regras que os suportam, e dos fundamentos da teoria da agência, em particular no que respeita à sua relação e influência nos indicadores de medição e avaliação de desempenho. A componente empírica compreende a descrição e justificação da metodologia, a definição e caracterização da amostra, as hipóteses de investigação e a consequente apresentação e discussão dos resultados com base na revisão de literatura. Termina com a apresentação das principais conclusões a retirar do trabalho a realizar, tal como já tivemos oportunidade de referir, e com a sistematização dos seus contributos e limitações bem como com a apresentação de sugestões para trabalhos futuros.

1. REVISÃO DE LITERATURA

1.1. *Corporate Governance*

1.1.1. Visão global

O CG definido como um sistema de governo de sociedades em que a estrutura específica e a distribuição de direitos e responsabilidades dos diferentes participantes (CA, gestores, acionistas e outros) ditam as regras e os procedimentos subjacentes ao processo de tomada de decisão nas questões da gestão da empresa (OCDE, 2004), deu os seus primeiros passos nos anos 30 do século XX com a publicação dos trabalhos de Berle e Means (1932), um trabalho onde os autores se propuseram analisar, de forma empírica, a composição da estrutura acionista das grandes sociedades norte-americanas e identificar os potenciais conflitos de interesses, mais concretamente explorar os benefícios e custos da separação entre propriedade e controlo (gestão). Uma das primeiras referências claras ao assunto surge associada a caso “*Watergate*”, um dos maiores escândalos político-financeiros da década de 70 e que se viria a transformar num caso paradigmático de corrupção e que, nessa dimensão, a contribuir para uma maior perceção do quão os mecanismos de controlo e direção empresarial da altura se apresentavam desajustados. Porém, na Europa o conceito de CG surge associado à publicação do relatório Cadbury no Reino Unido, corria o ano de 1992, em reação aos escândalos financeiros de então e com impacto em diversos países (Poças, 2012). A expressão CG é claramente um conceito de origem anglo-saxónica e que entre nós surge vulgarmente designada por “governo das sociedades” ou “governo de empresas” ainda que neste contexto o conceito de sociedade ou empresa se restrinja apenas às que visam o lucro e de capital aberto (Silva, Vitorino, Alves, Cunha & Monteiro, 2006).

Ainda que as questões em torno desta problemática não constituam, em si, uma completa novidade, o CG assume relevância significativa no rescaldo das falências protagonizadas no final do século XX e dos escândalos financeiros que lhe estiveram associados e cujas principais causas foram atribuídas a falhas nos respetivos governos societários, em particular nas áreas da contabilidade, auditoria e controlo interno. Não obstante, há quem situe a sua origem no rescaldo da crise financeira de 1929, quando Berle e Means (1932) alertaram o mundo para os perigos do excesso de concentração de poder económico decorrente do crescimento das empresas e do emergir de uma classe de gestores profissionais muito forte, e com um novo e grande impulso na viragem para o século XXI, com mais escândalos financeiros protagonizados no seio de grandes sociedades comerciais como foram os casos da *Enron WorldCom* ou *Parmalat*, que tornaram imperativa a criação de forte legislação e muito direcionada, inicialmente sentida apenas no seio das maiores economias mundiais como os EUA, Alemanha e o Japão mas que hoje se apresenta sob a forma de um extensivo e crescente corpo de regulamentos e recomendações de aplicação mais ou menos universal com o objetivo de reafirmar a credibilidade, fiabilidade e transparência dos mercados.

No que respeita à evolução e investigação em torno do conceito de CG Vieira (2010) distingue três grandes períodos: (i) um primeiro muito focado na estrutura da propriedade, características do CA e sistema de remuneração; (ii) um segundo que vem destacar os sistemas legais dos diferentes países, a necessidade de uma maior proteção do investidor, a eficácia do CG, o valor da empresa e o desenvolvimento do mercado de capitais; e (iii) um terceiro essencialmente focado na construção de índices de bom governo e nos seus efeitos sobre o valor e desempenho das empresas. Por sua vez, para Rodrigues (2009) as razões que mais contribuíram para a importância e crescimento desta problemática foram (i) a vaga de privatizações das duas últimas décadas do século XX (1980-2000), colocando-se a questão de como as empresas privadas deveriam ser dirigidas e controladas; (ii) a reforma dos fundos de pensões e o crescimento da poupança privada, fundamentalmente canalizada para os planos de contribuição definitiva de investidores institucionais transformando-os em potenciais detentores de ativos com uma vasta influência sobre a empresa; (iii) os processos de fusão e aquisição de empresas; (iv) a desregulamentação e integração dos mercados de capitais a nível mundial e consequente divulgação de regras de CG que projetou o tema para os mercados emergentes como forma de acautelar e encorajar o investimento estrangeiro nesses mercados; e (v) uma série de escândalos financeiros protagonizados um pouco por todo o mundo, dos EUA à Europa, e que levaram à falência um número significativo de grandes empresas.

Em Portugal o interesse em torno das práticas de CG viria a manifestar-se apenas em 1999 com a validação, pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários – CMVM, de um conjunto de dezassete recomendações relativas a regras de conduta a observar no exercício do CG das empresas admitidas à negociação. Aliás, é no próprio âmbito do direito das sociedades e do mercado de valores mobiliários que se encontram os primeiros textos legislativos sobre o CG, pelo que é aqui que estão não só os primeiros contributos como os elementos impulsionadores destas práticas. Os principais diplomas aprovados neste particular foram o Código das Sociedades Comerciais (CSC), pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 Setembro, e o Código de Valores Mobiliários (CVM), pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro (Silva et al., 2006).

1.1.2. Conceito e importância

O CG surge definido como um sistema de controlo desenhado para avaliar as operações da empresa e os possíveis conflitos de interesses. Aparece, neste contexto, como uma espécie de “artifício” de defesa ou proteção dos direitos dos pequenos acionistas no sentido de procurar garantir que não serão expropriados da sua riqueza por gestores ou acionistas maioritários por se entender que assegurar ou ver garantido este aspeto se constitui num elemento fundamental para que a empresa crie riqueza e valor para todos os grupos de interesses (acionistas, administradores e gestores) e garanta a sua continuidade numa base sustentável (Blanchard, 2003).

De entre as várias definições sobre CG, a que mais se assemelha com a sua génese é a que o identifica como um conjunto de restrições e limitações implementadas pelos acionistas sobre os

gestores ou pelos gestores sobre eles mesmos, com o objetivo de orientar a aplicação dos recursos e estimular os acionistas (Silveira, 2002). Desta forma, o CG pretende ser um conjunto de práticas que procuram diminuir os conflitos entre gestores e acionistas (Almeida, Almeida & Ness, 2002). Não obstante, Silva (2009) vem lembrar que o conceito de CG é complexo e compreende várias dimensões. O pressuposto da adoção de práticas de bom governo suscita e potencia o desempenho das empresas e dos mercados de capitais tendo em vista a confiança dos investidores, dos funcionários e do público em geral sobre a qualidade da administração, da fiscalização e sobre a própria sustentabilidade da empresa (IPCG, 2014), o que equivale por dizer que um sistema de CG é um conjunto de práticas e processos formais de supervisão da gestão executiva de uma empresa que visam preservar os interesses dos acionistas e minimizar os conflitos de interesse entre estes (os acionistas) e os demais envolvidos (Leal, Silva e Ferreira, 2002). Pode, por sua vez, e nesta dimensão, auxiliar a administração da empresa a zelar pelos interesses dos seus investidores assim como pelos seus próprios interesses (Davis, 2005), ou seja, pode ser assumido como um modelo que favorece um ambiente de confiança, de ética e de moral, ao atribuir ao CA a grande missão de assegurar os interesses dos acionistas e, simultaneamente, maximizar o valor da empresa (Crowther & Sefi, 2011). Permite, ainda, confirmar que a criação de um ambiente de proteção legal para os investidores se assume como a principal razão para aquilo que se deverá entender por boas práticas de CG (Andrade, Salazar, Calegário & Silva, 2009). Pode, ainda, no dizer de Vaz (2011), ser entendido como um sistema mediante o qual as empresas são administradas e controladas numa perspetiva mais jurídica, essencialmente voltado para questões que resultam da medição entre a propriedade e o controlo das sociedades, abordando, em especial, as relações entre os acionistas e os gestores. Traduz-se, assim, na problemática da repartição e do controlo do exercício do poder de direção nas sociedades comerciais, com particular destaque para o modo como as empresas devem ser governadas, quem detém o respetivo poder de governo, quais os mecanismos de repartição do poder, do controlo e das responsabilidades internas sem descuidar os *stakeholders*, questão fulcral e para a qual os diversos modelos de CG procuram apresentar respostas. É que a simples possibilidade dos gestores de empresas com capital aberto poderem deliberar de modo desfavorável aos interesses dos acionistas incita à existência de mecanismos que auxiliem na prossecução dos fins para os quais a empresa foi criada. Estes mecanismos, que têm sido desenvolvidos com o objetivo de diminuir as perdas associadas à separação do controlo e da propriedade, têm em vista o desenvolvimento de um conjunto de instrumentos que permitam, ainda que parcialmente, restringir os custos de agência, pelo que mais não são do que modelos de CG (Fernandes, 2014). Neste sentido, o principal objetivo do CG está em atingir a satisfação e a eficiência máxima, ou seja, na procura da maximização do lucro (Sartori, 2011). É, por tudo isto, um conceito complexo e que interessa não apenas às empresas mas ao conjunto da sociedade, na medida em que visa assegurar os interesses de todos, a integridade do mercado e a promoção do desempenho económico.

Neste sentido, os modelos de CG vêm-se afirmando como importante componente do crescimento sustentável na economia a nível internacional e enquanto elemento que vem procurando reduzir a

sua vulnerabilidade e proporcionar incentivos para investir de modo eficiente e socialmente responsável (Monks & Minow, 2008). Deste modo, a escolha, pela empresa, do modelo de CG deve ter como critério o objeto social, que consiste no tipo de atividade que a sociedade desenvolve, o tipo de acionistas, a dimensão da empresa e, bem assim, as formas e métodos de desenvolvimento e crescimento, podendo, ou devendo, ainda, surgir condicionado à realidade de cada empresa porque cada empresa é uma realidade única (Ferreira, 2009).

O desenvolvimento registado nesta área, do CG, é fruto do esforço evidenciado na busca da satisfação das expectativas dos acionistas (Davis, 2005) o que justifica que, mais recentemente, o CG apresente como principal objetivo a necessidade de promover a eficiência e a competitividade das empresas de modo a alimentar a confiança nos mercados de capitais, desenvolver a estabilidade financeira e o crescimento económico (OCDE, 2004). O CG insere-se, assim, no âmbito de todas as empresas que buscam relações de maior transparência e confiança entre os seus agentes (Leal & Silva, 2005). Em Portugal, por exemplo, a última década ficou fortemente marcada por uma evolução significativa do CG que encontra justificação na intensificação do efeito globalização e das suas consequências, nomeadamente no que respeita ao maior grau de exigência relativamente aos padrões éticos dos gestores (Gonçalves, 2007), o que tem feito com que as empresas com maior nível de adoção das melhores práticas em CG apresentem maior criação de valor relativamente às empresas que evidenciam menor evolução a este nível (Davis, 2005; Gonçalves, 2007; Faria, 2013 e Sardinha, 2014).

Acresce, ainda, o facto de as práticas de CG serem maioritariamente adotadas no seio das empresas cotadas em bolsa, com base nas características empresariais que cada país ou região apresentam (Batista, 2009), pelo que Portugal não é exceção. Neste sentido, a CMVM, entidade que regula e supervisiona em Portugal a bolsa de valores, vem definir ou caracterizar o CG como um sistema de regras de conduta respeitantes ao exercício da direção e controlo das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercados devidamente regulamentados (CMVM, 2013c), isto é, que compreende o conjunto de estruturas de autoridade e fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, com o objetivo de assegurar que a sociedade determina e realiza atividades e relações contratuais concordantes com os fins para que foi criada sem comprometer as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência (Silva et al., 2006). Porém, no atual contexto, em particular o que emerge do presente estado em que se encontram os mercados financeiros, que tendem a propiciar um afastamento entre quem controla a organização e quem tem interesse no sucesso da mesma, o CG assume-se como um sistema de gestão e controlo das organizações que visa equilibrar as relações entre a gestão, a administração e os acionistas (Santos, 2009; IPCG, 2014). Admitindo que os agentes (acionistas, gestores e credores) exercem grande influência nas decisões que são tomadas dentro da empresa, de tal modo que influenciam significativamente a eficiência empresarial (Douglas, 2009), a atitude dos gestores face à empresa pode favorecer os acionistas sem desconsiderar os interesses dos outros *stakeholders*, transferir valor entre diferentes *stakeholders* ou extinguir valor (Rocca, 2007). Na ausência de instrumentos credíveis que assegurem os interesses dos

acionistas a gestão pode ser tentada a favorecer os seus interesses para acumular benefícios económicos, arriscando o desempenho da empresa e a capacidade desta para gerar valor (Rocca, 2007). Por outro lado, a ineficiência dos mercados, decorrente da existência de assimetrias informação, pode conduzir os agentes a presumirem que os gestores tendem a defender os seus interesses e não os dos acionistas (Costa & Santos, 2011). É no quadro desta problemática que Batista (2009) vem defender a importância dos modelos de CG para a obtenção de uma maior perceção acerca dos benefícios em termos de captação e retenção de capital e do alinhamento de interesses dos gestores com os acionistas.

Assumindo que o CG compreende todos os elementos que respeitam à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, seja ao nível da definição do tipo de atividades económicas a desenvolver seja no campo da devolução dos recursos investidos pelos seus proprietários ou da sua remuneração sob a forma de dividendos (Silva et al., 2006), este não abarca apenas a estrutura do CA e o alinhamento dos seus interesses mas também, e fundamentalmente, a perceção acerca dos benefícios em termos de captação e retenção de capital. Neste contexto, e nos termos estabelecidos pela OCDE (2004), o CG não só define a estrutura através da qual são preestabelecidos os objetivos das empresas e determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos como, também, faculta os incentivos adequados para que o órgão de administração e gestão prossiga os objetivos, quer sejam do interesse da empresa quer sejam do interesse dos seus acionistas. No mesmo sentido, deve o CG contemplar as restrições que lhes são impostas externamente, designadamente as que decorrem do juízo de valor que é feito pelos diversos agentes que atuam no mercado de capitais (Silva et al., 2006).

Neste sentido, e de acordo com Crowther e Sefi (2011), um bom modelo de CG deve fazer-se assentar num conjunto de princípios fundamentais de entre os que se devem encontrar: (i) a transparência, como meio que para assegurar que os procedimentos da empresa são uniformes para todos os colaboradores, reforçando os níveis de confiança e permitindo que a empresa trabalhe com base numa estrutura fundamentada em princípios sólidos; (ii) a justiça, enquanto garantia da imparcialidade do sistema; (iii) o relato ou prestação de contas, como forma de assegurar clareza nas estruturas de informação financeira e não financeira; e (iv) a responsabilidade, enquanto forma de assegurar a centralização da estrutura da empresa e das ações que são desenvolvidas sob a responsabilidade de uma só pessoa. A transparência não só reforça os níveis de confiança como permite que a empresa trabalhe com base numa estrutura fundamentada em princípios mais sólidos, que concorram para reduzir a opacidade nos mercados e, em simultâneo, para resolver ou pelo menos melhorar a questão da assimetria informativa entre gestores e investidores, ou seja, proporcionar a informação que muitas vezes é ocultada pelos gestores mas que é necessária para os investidores (Black, Kraakman & Tarassova, 2000). A transparência, assegurada com uma ampla divulgação de informação, que inclua um grande grupo de questões com o objetivo de transmitir os principais aspetos da empresa aos acionistas, potenciais investidores e público em geral, constitui-se num fator decisivo para o bom funcionamento da sociedade. Sob este mesmo argumento, destaca-se a necessidade de haver

segregação entre órgãos de administração e de fiscalização, conseguido à custa de administradores independentes capazes de garantirem uma fiscalização com um maior grau de confiabilidade (Ferreira, 2009). Para tanto é fundamental um exercício objetivo, imparcial, íntegro e, conseqüentemente, verdadeiramente independente (Almeida, 2014).

Importa, porém, salientar que o interesse do CG não se limita ao conjunto de estruturas de decisão e de fiscalização internas da empresa (Clarke, 2007). Os mecanismos de CG utilizados para reduzir a assimetria de informação são, de acordo com Esperança, Sousa, Soares e Pereira (2011), a legislação e a regulamentação, os mecanismos de controlo externo exercido por via das entidades de supervisão e/ou regulação, a rivalidade no mercado de produtos e o controlo interno. Neste sentido, a definição e mensuração de um bom modelo de CG está sujeito à avaliação de aspetos tão importantes como a criação de valor sustentável, a capacidade para atingir metas pré-estabelecidas ou para aumentar a satisfação dos acionistas (Crowther & Sefi, 2010). Neste contexto, Almeida, Santos, Ferreira e Torres (2010) os modelos de CG devem ser entendidos como um mecanismo de atribuição dos direitos e responsabilidades dos diferentes participantes na empresa (*stakeholders*), que define e pormenoriza as regras e procedimentos para a tomada de decisões e que fornece a estrutura desejada para a definição dos objetivos da empresa assim como os meios para os atingir. Neste particular importa, ainda, ter presente que os conflitos entre acionistas e credores ou entre proprietários e gestores são diferentes porque enquanto para uns importam os padrões de comportamento, como o desempenho, a eficiência, o crescimento, a estrutura financeira ou o tratamento dos acionistas, para outros interessa o quadro normativo (sistema legislativo e jurídico) e os mercados financeiros Douglas (2009). Assim, e em face de todo o exposto, é importante reter que para além da informação sobre a saúde financeira e o desempenho das empresas, se deve proporcionar informação, fundamentalmente para os investidores, sobre a qualidade das práticas do CG na medida em que são estas que representam a fonte de informação que auxilia no processo de tomada de decisão (Ariff, Ibrahim & Othman, 2007). Ou seja, a informação deve, de entre outros, proporcionar uma perspetiva abrangente sobre os resultados financeiros e as principais operações e transações empresariais, as remunerações dos administradores e dos principais diretores, a divulgação dos maiores grupos de acionistas e dos respetivos direitos de voto (Ferreira, 2009; Jordão, Sousa & Teddoc, 2012).

Assim, e em síntese, o conceito ou sistema de CG deve ser entendido como uma estrutura de poder que visa abarcar questões relacionadas com os sistemas estratégicos de tomada de decisão e com os métodos utilizados para atingir os objetivos empresariais, pelo que surgem fortemente influenciados pela envolvente, designadamente pela legislação (Babic, 2003), na medida em que a salvaguarda dos direitos dos acionistas no que respeita ao acesso à informação, permitindo-lhe acompanhar o processo de decisão e perceber o impacto das mesmas nos seus direitos ou dos demais implicados na empresa, a promoção do contacto dos acionistas, do CA ou da direção executiva da empresa dependem, em grande medida, do enquadramento legal, ou seja, dos mecanismos normativos estabelecidos na lei (Monks & Minow, 2004). Vale isto por dizer que, na realidade, o processo de tomada de decisão e fiscalização varia em função do

enquadramento legal e institucional de cada país (Rodrigues, 2014). Neste sentido, é comum identificar sistemas de CG de tipo continental, também designados por sistemas de controlo interno por se basearem mais concretamente nas relações, e de tipo anglo-saxónico, também designados por sistemas de controlo externo ou de controlo pelo mercado (Silva et al., 2006), coexistindo, hoje, ambos os tipos (Batista, 2009), ainda que se verifique uma certa tendência ou preferência geográfica. Enquanto as empresas da Europa continental e do Japão se mostram mais próximas do modelo continental, países como os EUA, Reino Unido e outros de expressão e influência anglo-saxónica parecem identificar-se mais com o sistema anglo-saxónico (Silva et al., 2006).

1.1.3. Sistemas de *Corporate Governance*

Os sistemas de CG têm-se desenvolvido a um ritmo significativamente distinto, inclusive em países e mercados economicamente mais desenvolvidos, muito por força das variáveis históricas, políticas, sociais, económicas e legais. Na verdade, o sistema legal e as normas sobre CG em diversos países constituem importantes elementos para o aumento da qualidade destes sistemas (Esperança et al., 2011) todavia, a dissemelhança de sistemas de CG existentes no mundo deriva do grau de subordinação dos gestores para com os investidores quer por obrigações legais quer pela capacidade para fazer cumprir essas obrigações (Shleifer & Vishny, 1997). Ao longo das últimas décadas, em resultado de fenómenos como a globalização económica e financeira, o desenvolvimento dos mercados de capitais, a internacionalização das empresas e a própria evolução tecnológica, temos vindo a assistir, um pouco por todo o mundo, ao envolvimento do CG nos diferentes ramos do direito, ainda que com maior relevo no direito das sociedades e dos valores mobiliários (Oman, Fries & Buiter, 2003; Silva et al., 2006; Esperança et al., 2011).

Neste particular, e na perspetiva de La Porta, Silanes e Shleifer (2008), o sistema jurídico-legal nada mais é do que a capacidade que a lei tem para certificar a proteção dos investidores financeiros com relação à expropriação de que podem vir a ser alvos por parte dos gestores ou acionistas maioritários. Constitui um elemento de grande influência e que justifica em grande parte a política financeira e a estrutura de capitais das empresas. Costa e Santos (2011) confirmam que os aspetos legais e os regulamentos constituem fatores que apresentam uma influência significativa porque determinam o modelo de gestão das empresas em diferentes países. Porém, há empresas a atuar no mesmo ambiente legal que podem apresentar diferentes níveis de CG assim como há também empresas com boas práticas de CG em países onde a proteção legal é fraca e o seu contrário, ou seja, empresas com más práticas em países onde a proteção legal é excelente (Pistor, Keinan, Kleinheisterkamp & West, 2003; Klapper & Love, 2004).

Por norma, os ordenamentos jurídicos surgem divididos a partir de dois grandes grupos: (i) de direito civil ou *civil law* e (ii) de direito comum ou *common law*. O primeiro, que compreende os países com ordenamento jurídico *roman law*, também designado romano-germânico, é caracterizado por princípios legais que se encontram organizados por meio de estatutos e códigos suficientemente abrangentes, ou seja, onde a jurisprudência está ligada a um maior poder de

intervenção do governo e a uma fraca proteção dos interesses privados. É predominante nos países com influência europeia e no próprio continente Europeu. Por sua vez, o segundo tem uma forte história e tradição de tipo *common law*, também designado por direito comum. Neste grupo o direito faz-se assentar, fundamentalmente, em decisões dos tribunais e não em atos legislativos ou executivos típicos de países de direito civil. Esta abordagem é típica de países como os Estados Unidos, Canadá, Reino Unido e outros fortemente influenciados por estes (Costa & Santos, 2011). De referir ainda que, dentro desta diversidade legal, os países com um sistema legal de origem no direito civil se encontram agrupados em três tipos de direito: (i) civil francês, onde se encontra a França, Espanha e o conjunto de países com influência colonial Portuguesa; (ii) civil germânico, extensível à Europa central e Japão; e (iii) civil escandinavo (Esperança et al., 2011).

Nesta circunstância facilmente se alcança que nos países regidos por sistemas legais de tipo *civil law* o CG é essencialmente definido pelo poder das instituições financeiras e pela grande concentração do controlo do negócio nas grandes famílias, o que determina a não existência de um mercado de capitais expressivo e ativo e com elevada liquidez, ou seja, há uma excessiva concentração da propriedade e dependência da banca. Estas características favorecem uma situação de escassez de mecanismos de regulação que confronta diametralmente com um modelo de mercado, onde se exigem processos de controlo e equilíbrio mais complexos (Costa & Santos, 2011). Segundo La Porta et al. (2008) a tradição legal é o elemento que mais justifica a estrutura de propriedade, confirmada pela existência de uma correlação negativa entre a concentração de propriedade e a proteção dos investidores, e que melhor explica o menor desenvolvimento dos mercados de capitais, como é o caso dos países com tradição *civil law*, e onde a proteção dos investidores é menor. Por sua vez, no sistema *common law* os investidores institucionais são os grandes acionistas, os que detêm uma parte significativa das ações cotadas, pelo que a posição individual dos acionistas em cada empresa tem pouca relevância. Aqui os mercados de capitais tendem a apresentar elevada liquidez e a banca, ao atuar como fonte de recurso alternativa, tem um papel pouco preponderante (Costa & Santos, 2011). Por sua vez, Djankov, La Porta, Silanes e Shleifer (2008) defendem que os países com um sistema legal assente no direito comum têm um sistema de proteção legal mais convincente, comparativamente aos de direito civil, e demonstram ser, em termos relativos, mais exigentes ao nível da divulgação de informação e apresentam uma maior abertura para os pequenos acionistas poderem demonstrar a existência de comportamentos ilícitos (Esperança et al., 2011).

Estas duas grandes correntes legais, *civil law* e *common law*, dão expressão a dois grandes sistemas, o sistema continental e o sistema anglo-saxónico, em que se baseiam os principais modelos de CG existentes (Batista, 2009). Neste sentido, as empresas da Europa continental e do Japão estão alinhadas com o sistema continental e têm como base o sistema jurídico *civil law* ao passo que os EUA, Reino Unido e outros de expressão e influência anglo-saxónico têm influência do sistema anglo-saxónico, sendo regulados pelo sistema jurídico *common law* (Costa & Santos, 2011; Silva et al., 2006). Porém, e independentemente do sistema, a primazia deve ser dada à

convergência funcional por meio da adaptação dos indivíduos e das empresas para que, não obstante as limitações e deficiências dos sistemas legais, se criem mecanismos de CG cada vez mais eficientes (La Porta et al., 2008).

1.1.3.1. Sistema continental

Neste sistema o controlo é exercido pelos acionistas maioritários. Aliás, este é considerado o elemento principal neste sistema, ou seja, aqui os maiores acionistas controlam a gestão e tomam as principais decisões estratégicas pelo que, também por força disso, uma das questões principais deste sistema prende-se com a proteção dos pequenos acionistas face aos grandes acionistas (Silva et al., 2006).

Relativamente à estrutura dos órgãos de administração, em países como a Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça predomina o modelo dualista, caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade na administração da empresa, o CA e o Conselho de Supervisão (CS) ou Conselho Geral (CGe) (Batista, 2009). A estrutura dualista compreende, ainda, um presidente do CA, um Presidente de Direção ou *Chairman* e um *Chief Executive Officer* (CEO) (Silva et al., 2006). Ainda que a estrutura dos órgãos de administração nos países Europeus seja predominantemente dualista, em Portugal domina o modelo monista, caracterizado pela existência de um único órgão de administração em cada empresa (Esperança et al., 2011).

As diferenças entre os países que integram este sistema (Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda, Suíça, Bélgica, Espanha, França, Itália, Portugal, Japão) justificam a adoção das práticas de CG igualmente diferentes (Esperança et al., 2011), em particular no que respeita à estrutura do CA, à remuneração dos gestores e ao tipo de acionistas com capacidade para exercer influência nas decisões de gestão, e motivam o aparecimento de diferentes modelos, designadamente, o Germânico (Alemanha, Holanda, Suíça, Áustria e países escandinavos), o Latino (Bélgica, Espanha, França, Itália, Portugal) e o Japonês. No Germânico, o órgão de administração adota uma posição bicéfala, composta por um CA completamente independente da gestão e um Conselho de Gestão formado unicamente por executivos a quem é atribuída a gestão corrente da empresa, enquanto no modelo Latino, e de certa forma no Japonês, as famílias assumem grande importância nas decisões estratégicas da empresa (Esperança et al., 2011). O sistema continental coloca a sua maior ênfase no modelo de remuneração fixa pelo facto de existirem acionistas no controlo da empresa e de não haver tanta necessidade de procurar alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas (Silva et al., 2006), ou seja, a remuneração variável é aqui muito pouco preponderante dada a ausência de relação entre a remuneração dos gestores e o desempenho das empresas (Esperança et al., 2011). A Figura 1 que a seguir se apresenta procura ilustrar a estrutura tipo dos órgãos de governo das sociedades no sistema continental.

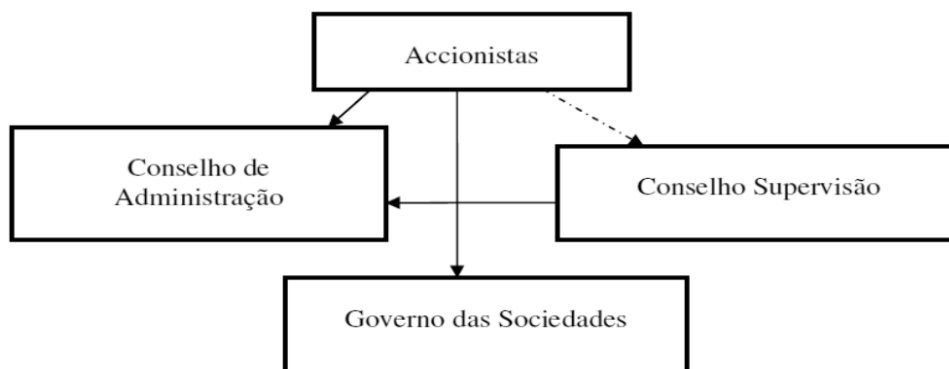


Figura 1: Estrutura de governo de sociedade no sistema Continental.

Fonte: Batista (2009, p.6).

1.1.3.2. Sistema anglo-saxónico

Este sistema encontra suporte ou fundamento na ideia de que os mercados são descentralizados e podem funcionar como reguladores, ou seja, que os mercados se autorregulam, e apresentam como características assentais a obtenção do lucro, a luta pelo sucesso, o empreendedorismo e a gestão (Batista, 2009). É um sistema que se preocupa fundamentalmente com os acionistas e que apresenta como elementos distintivos a dispersão de capital (propriedade) e consequente existência de liquidez do mercado (de capitais) (Esperança et al., 2011). Daqui se alcança que o elemento fundamental deste sistema é a convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas que exerce um papel disciplinador sobre os gestores. Neste sentido, se a gestão for ineficaz ou prosseguir interesses próprios e em prejuízo dos seus acionistas as empresas não verão o seu valor maximizado e, como consequência, poderão ser objeto de uma oferta pública de aquisição (OPA), na sequência da qual serão substituídas por outras mais competentes e empenhadas na criação de riqueza para os seus acionistas (Silva et al., 2006). Aliás, as OPA são entendidas como um mecanismo que o próprio mercado criou para fazer face ou combater a arbitrariedade dos gestores face à falta de proteção dos acionistas. Neste particular, é de referir que as primeiras regulações sobre práticas de CG tiveram, precisamente, a sua origem em países anglo-saxónicos e com suporte no desenvolvimento e importância dos mercados financeiros e de capitais (Santos, 2009) e permitem alcançar, desde uma perspetiva histórica, que a principal dificuldade enfrentada pela estrutura dos instrumentos de controlo e fiscalização das empresas passa pela proteção dos acionistas face ao poder arbitrário dos gestores, decorrente do grande espaço de representação que lhe é dado (Silva et al., 2006).

Os elementos basilares do sistema anglo-saxónico assentam na remuneração dos gestores, na ampla divulgação de informação ao mercado de capitais, na existência de auditoria externa e na estrutura e modo de funcionamento do CA. Por sua vez, os sistemas de remuneração dos gestores apresentam como elemento diferenciador uma componente de remuneração variável,

indexada aos resultados da empresa ou índice bolsista, o CA é constituído por administradores internos, normalmente antigos executivos e com bastante experiência nas atividades da empresa, e externos ou *outsiders*, e portanto não executivos e sem qualquer tipo de ligação com a estrutura interna, com o objetivo de se manterem independentes dos executivos para que a sua avaliação sobre as tarefas dos mesmos seja imparcial. Nesta conformidade, compete aos administradores externos as atividade de fiscalização e avaliação, a determinação da remuneração e o despedimento dos administradores, para o que dispõem de diferentes Comités, nomeadamente o de Auditoria, de Fixação de Vencimentos e de Nomeações (Silva et al., 2006). A Figura 2 que a seguir se apresenta pretende ilustrar a estrutura tipo dos órgãos de governo das sociedades no sistema anglo-saxónico.

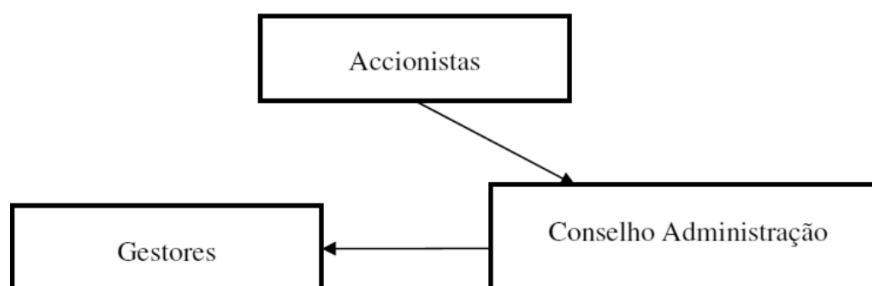


Figura 2: Estrutura de governo de sociedades no Sistema Anglo-saxónico.

Fonte: Batista (2009, p.5).

A caracterização que acabámos de desenvolver permite concluir que ambos os sistemas apresentam vantagens pelo que não se apresenta fácil nem adequado expor e/ou escolher qualquer um deles em detrimento do outro. Sugere-se antes que se olhe, por um lado, para o tipo de empresa em causa e para a sua envolvente porque é a diversidade de regimes jurídicos que contribui em grande medida para explicar a diversidade de estruturas acionistas e de mecanismos de proteção de interesses dos investidores que existem na Europa continental e no mundo anglo-saxónico e, por outro, que não se descure os interesses primordiais dos acionistas – maximizar o valor da empresa – na medida em que a defesa dos interesses dos *stakeholders* se faz na perspetiva da maximização do valor da empresa (Vaz, 2011).

1.1.4. Modelos de Corporate Governance

Os aspetos de natureza sociocultural, os regulamentos e as instituições formam ou determinam o modelo de CG que vigorará de modo mais ou menos generalizado em cada país. Estes aspetos determinam a relação entre as administrações das empresas e os seus acionistas e outros grupos e que, de acordo com os países onde se aplicam, possuem características e desenvolvimentos distintos. Nesta circunstância é possível identificar distintos modelos de CG, nomeadamente o modelo anglo-saxónico, o alemão, o japonês, o latino-europeu ou monista e o latino-americano.

1.1.4.1. Modelo anglo-saxónico

O modelo anglo-saxónico tem origem no direito comum e surge orientado para o mercado, que conduz os processos e controla a tomada de decisões, pelo que, nessa circunstância, coloca o enfoque na proteção dos acionistas (Andrade & Rossetti, 2006). Neste modelo a estrutura patrimonial encontra-se muito pulverizada, em resultado do tipo de financiamento, pelo que apresenta, como contrapartida, a adoção de padrões contabilísticos com objetivos penalizadores em caso de fraude (medida de controlo). As forças externas de controlo não são percussoras de uma nova modalidade de governo das empresas mas antes a continuidade dos traços culturais da construção do capitalismo nestes países (Magnoli, 2004; Andrade & Rossetti, 2006).

O governo das empresas com base neste modelo é constituído a partir dos três seguintes órgãos: (i) Assembleia Geral (AG); (ii) Conselho Fiscal (CF); e (iii) CA. Por sua vez, o CA inclui uma Comissão de Auditoria (CAu) e um Revisor Oficial de Contas (ROC), com a fiscalização a ser feita pelo próprio órgão (Batista, 2009). A inclusão da CA, cujos membros não podem ser substituídos por mera decisão da AG mas somente quando haja justa causa, e a resolução da AG em tribunal é uma característica deste modelo (Batista, 2009). Estes mecanismos foram criados para salvaguardar a independência dos órgãos que desempenham o controlo e diminuir, por essa via, os problemas de agência. De referir, ainda, que como neste modelo a dispersão do capital é elevada existe a possibilidade real de delegação das responsabilidades de gestão, o que torna possível que o controlo efetivo se faça através de acordos entre acionistas mas nunca via acionistas de modo individual (Barca & Becht, 2001). A Figura 3 que se segue pretende ilustrar uma estrutura de governo típica do modelo anglo-saxónico.

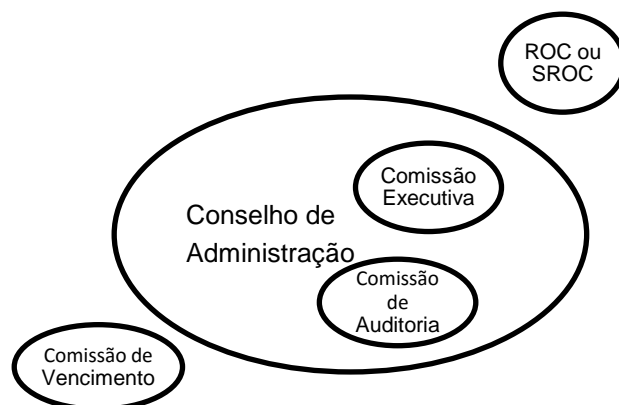


Figura 3: Modelo Anglo-saxónico.

Fonte: IPCG (2011, p.5).

1.1.4.2. Modelo Alemão

No modelo Alemão não existem limites legais para a participação dos acionistas no capital da empresa pelo que uma parte significativa do capital tende a ser controlada por acionistas

maioritários e por instituições financeiras (Leal & Camuri, 2008). Aliás, a presença das instituições financeiras no capital das empresas é uma característica deste modelo (Andrade & Rossetti, 2006), onde os bancos tendem a assumir uma posição intermédia entre os interesses dos credores e dos acionistas. Em conformidade, existe uma pequena parcela de ações em circulação, predominando a concentração e um modelo de propriedade relativamente fechado. Este modelo é fortemente caracterizado pela existência de conselhos compostos por duas categorias e onde os acionistas, os sindicatos e os empregados representam os membros de um conselho supervisor que elege o CA, que tem como tarefa a gestão da empresa, as decisões estratégicas e o controle dos resultados operacionais (Andrade & Rossetti, 2006). O presidente do CA não é propriamente um CEO, ao estilo das empresas anglo-saxónicas, porque divide com o CA a tomada de decisões estratégicas e as mais importantes decisões de gestão (Andrade & Rossetti, 2006).

São poucas as situações neste modelo em que os acionistas individuais têm participação expressiva no capital das grandes empresas, uma vez que os acionistas com maior peso são as instituições financeiras (Leal & Camuri, 2008). Na atualidade este modelo tem evoluído para uma maior capitalização por meio do mercado de capitais como consequência da crescente e cada vez maior influência Europeia, decorrente do processo de integração Europeia (Leal & Camuri, 2008). Na Figura 4 que se segue apresenta-se uma estrutura que pretende ilustrar uma estrutura de governo típica do modelo alemão.

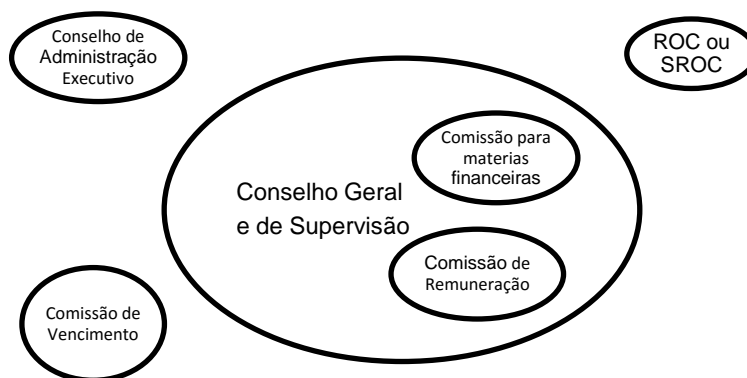


Figura 4: Modelo Alemão.

Fonte: IPCG (2011, p.6).

1.1.4.3. Modelo Japonês

De uma forma muito simplista, e à semelhança do modelo alemão, também no modelo japonês se verifica uma presença muito significativa de instituições financeiras no capital assim como a procura pela busca de consenso na gestão, ou seja, atender aos interesses internos em detrimento das solicitações externas (Leal & Camuri, 2008). Os bancos surgem, neste modelo,

como a principal fonte de financiamento, sem prejuízo de poderem existir também um grupo de empresas associadas ou ligadas entre si, pela posse cruzada de ações, mas com uma relação muito próxima com os bancos (Andrade & Rossetti, 2006).

A proteção legal dos acionistas minoritários constitui aqui uma medida de sustentação das relações de longo prazo na medida em que as participações minoritárias atuam de forma conjunta para se poderem proteger. Por força da existência de uma gestão associada às decisões obtidas por meio de vários interesses os acionistas não são, neste modelo, os principais agentes (Leal & Camuri, 2008). No modelo alemão não há CA apresentando, em sua substituição, um único e numeroso Conselho onde se gera um consenso orientador das ações (Andrade & Rossetti, 2006). A gestão neste modelo baseia-se nos vários interesses, partindo da existência dos diversos compromissos assumidos pela empresa com as partes interessadas (Leal & Camuri, 2008). Prevaecem as forças internas de controlo e a propriedade e a gestão surgem de forma sobreposta o que faz com que, contrariamente ao modelo anglo-saxónico, não prevaleçam os típicos conflitos de agência (Andrade & Rossetti, 2006). De referir, porém, que após a década de 90 do século XX se tem vindo a assistir a uma gradual e substancial redução do domínio por parte das instituições financeiras nestas empresas (Leal & Camuri, 2008). Na Figura 5 que se segue apresenta-se uma estrutura tipo do modelo japonês.

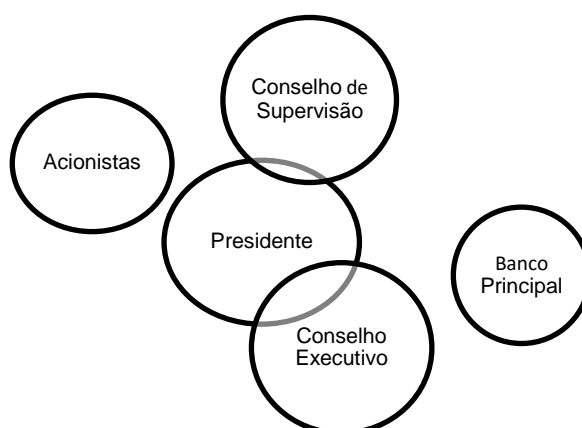


Figura 5: Modelo Japonês.

Fonte: Elaboração própria.

1.1.4.4. Modelo Latino-Europeu ou Monista

Neste modelo o controlo de acionistas está não só concentrado como se reflete na relação que se estabelece entre a propriedade e a gestão, que determina não só a forma como são compostos os CA e as respetivas regras de funcionamento como uma redução significativa dos níveis de conflito que levam à expropriação dos pequenos acionistas (Andrade & Rossetti, 2006). Na verdade, de entre as características deste modelo cabe destacar a união de empresas de grupos familiares e de

empresas estatais, facto que determina que os conflitos de agência surjam ao nível da expropriação e não dos tradicionais conflitos que envolvem diretamente acionistas e gestores, como acontece no modelo anglo-saxónico (Leal & Camuri, 2008).

Nos países onde predomina este modelo a hegemonia das famílias vai para além da terceira geração, com acordos rígidos e perfeitamente arquitetados entre acionistas (Andrade & Rossetti, 2006). É um modelo constituído por três órgãos, a AG, o CA e o CF ou Fiscal Único (FU) que, tratando-se de um modelo latino reforçado, inclui um ROC. Os membros do CA são executivos e não executivos, enquanto os do CF devem ser maioritariamente independentes e possuir qualificações e experiência suficiente para o exercício firme da sua função. Entende-se neste contexto por membro independente aquele cujos interesses não se encontrem associados a qualquer grupo nem seja suscetível de ver influenciada a sua isenção. De referir, ainda, que neste modelo a AG tem poder suficiente para, a qualquer momento, retirar membros do CA (Batista, 2009). Na Figura 6 que se segue apresenta-se uma estrutura tipo para o modelo latino-europeu ou monista.

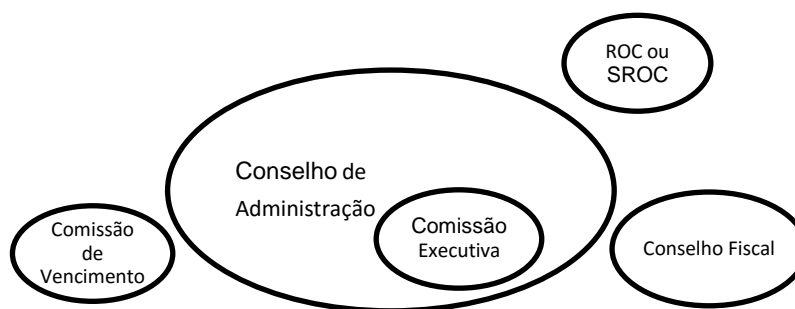


Figura 6: Modelo Latino-Europeu ou Monista.

Fonte: IPCG (2011, p.5).

1.1.4.5. Modelo Latino-Americano

Este modelo dá primazia à concentração da propriedade e ao controlo dos acionistas. Em conformidade, a gestão é atribuída ao sócio maioritário, na maior parte das vezes identificado por meio de grupos familiares ou consórcios que mantém o controlo privado. Este modelo caracteriza-se, ainda, pelo predomínio de estruturas piramidais, participações cruzadas e emissão de ações sem direito de voto (Leal & Camuri, 2008). A constituição dos membros do CA é feita por influência da relação propriedade-gestão, uma vez que na maior parte dos casos os membros têm uma determinada relação com o controlo por vínculo familiar, por interesses fora da empresa ou, inclusive, por relações feitas por meio de negócios (Andrade & Rossetti, 2006).

A liquidez resultante da participação dos acionistas no mercado é relativamente baixa porque o capital destas empresas está muito concentrado e, conseqüentemente, os conflitos decorrentes da

separação entre propriedade e gestão limitam-se aos pequenos e grandes acionistas (Andrade & Rossetti, 2006). Neste modelo a proteção dos pequenos acionistas surge como uma das questões de maior preocupação para o CG, seja pela forte concentração de capital seja pela existência de sistemas legais tendencialmente débeis. Neste sentido importa, neste modelo em particular, a adoção de medidas que procurem reforçar os mecanismos de divulgação de informação e que previnam a expropriação por parte dos acionistas com capacidade de controlo (Esperança *et. al.*, 2011). Na Figura 7 que se segue apresenta-se uma estrutura tipo do modelo latino-Americano.

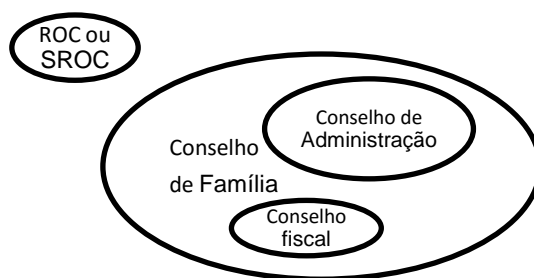


Figura7:Modelo Latino- Americano.

Fonte: Elaboração própria.

Não obstante as virtualidade ou fragilidades que se possam associar a cada modelo a atualidade surge, porém, marcada por uma série de argumentos inconclusivos e que, aparentemente, não permitem apontar um modelo como ideal e/ou capaz de poder ajustar-se eficazmente a qualquer empresa. Apesar da intensa globalização económica e financeira, a uniformização global dos modelos de CG encontra-se, ainda, um pouco distante daquilo que seria desejável devido às ainda vincadas diferenças ao nível da estrutura de capital das empresas, da relevância atribuída aos *stakeholders*, da defesa dos direitos dos acionistas, da composição do CA das empresas, da conjuntura económica vivida entre países, do ambiente legal, político e social em que os mesmos gravitam, da herança cultural e histórica que essas nações ou regiões carregam, do grau de desenvolvimento dos mercados financeiros assim como da remuneração dos gestores (Reis, 2013). São estes os fatores que, globalmente, justificam a heterogeneidade que ainda persiste e cujas principais diferenças procuramos sistematizar na Tabela 1 que se segue.

Tabela 1: Principais características dos Modelos de *Corporate Governance*.

Características	Anglo-Saxónico	Alemão	Japonês	Latino-Europeu	Latino-Americano
Fontes de Financiamento Preferenciais	<i>Equity</i>	<i>Debt</i>	<i>Debt</i>	Indefinida	<i>Debt</i>
Propriedade e Controlo	Dispersa	Concentrada	Concentrada	Concentrada	Fechada (Familiar)
Propriedade e Gestão	Separada	Sobreposta	Sobreposta	Sobreposta	Sobreposta
Conflito de interesses	Acionista/Direção	Credor/Acionista	Credor/Acionista	Maioritários/Minoritários	Maioritários/Minoritários
Proteção dos Interesses Minoritários	Forte	Baixa	Baixa	Fraca	Fraca
Conselho de Administração	Atuante (foco em Direitos)	Atuante (foco em Operações)	Atuante (foco em Estratégias)	Pressão (para Maior Eficácia)	Vínculos (com Gestão)
Liquidez da Participação Acionista	Alta	Baixa	Baixa	Baixa	Especulativa e Oscilante
Forças de controlo mais Atuantes	Externas	Internas	Internas	Internas migrando para Externas	Internas
<i>Corporate Governance</i>	Estabelecido	Estabelecido	Baixa ênfase	Alta ênfase	Embrionário
Abrangência dos Modelos de CG	Baixa	Alta	Alta	Media	Em transição
Orientação do Sistema	Mercado	Constituintes	Constituintes	Constituintes	Constituintes
Estrutura do órgão de Administração	Monista	Dualista	Monista	Monista	Monista
Importância do mercado de capitais na economia nacional	Elevada	Moderada/Elevada	Elevada	Moderada	Moderada
Remuneração dos gestores (indexação ao desempenho)	Alta	Baixa	Moderada	Baixa	Baixa

Fonte: Adaptado a partir de (Esperança et al., 2011, p. 118).

1.2. Contributo para a construção dos princípios e regras de *Corporate Governance*

Os princípios constituem o verdadeiro suporte da regulamentação jurídica (Nunes, 2014) e, no quadro do CG, não só orientam os diferentes governos nos seus esforços para reavaliar e melhorar o enquadramento legislativo, institucional e regulamentar como fornecem linhas de orientação para as bolsas de valores, investidores, empresas e outras partes que desempenhem um papel fundamental no processo de desenvolvimento de um bom modelo de CG (OCDE, 2004).

Estes princípios, que se aplicam fundamentalmente em empresas de capital aberto, surgem sob a forma de recomendações ou através de metas a atingir e podem conter disposições que incluam tópicos tão diversos como os regimes de compensação dos gestores, medidas anti-OPA, proteção dos acionistas minoritários ou direitos de voto dos acionistas. Consubstanciam, grosso modo, recomendações de comportamentos aceitáveis para os *stakeholders* em geral e os administradores em particular e à medida que se aplicam tornam-se numa importante ferramenta para aumentar a qualidade do modelo de CG (OCDE, 2004).

Na continuação apresentamos os aspetos principais de um conjunto de trabalhos desenvolvidos com o objetivo de procurar demonstrar a importância do CG a nível internacional e que, por isso, vêm sendo seguidos como modelos de referência em diferentes países.

1.2.1. Relatório *Cadbury*

Embora tenham sido os EUA o país pioneiro e maior percursor na divulgação do CG, com a publicação dos relatórios *Treadway* e *COSO*, foi com o relatório *Cadbury* que esta problemática atingiu relevância mundial (Santos, 2009). Este relatório surge como resultado de um conjunto de recomendações e imposições por parte do mercado relativamente ao que se deve entender por boas práticas em matéria de CG com o objetivo de recuperar a confiança dos investidores e restituir a reputação aos mercados financeiros. Representou o primeiro passo de um sistema que se propunha definir a forma de dirigir e controlar as empresas e apresenta-se como o resultado da Comissão *Cadbury*, constituída em 1991 e composta por membros da Bolsa de Valores de Londres, Conselho de Relatórios Financeiros e Sociedade de Contabilistas de Inglaterra, com a incumbência de elaborar um código com as melhores práticas de CG (Rodrigues, 2012). Nesse domínio foi definido o CA como a “pedra angular” do CG (Blázquez, 2000) e, em concordância, vem procurar limitar a responsabilidade dos acionistas relativamente à nomeação dos membros do conselho e dos auditores externos e, simultaneamente, assegurar um melhor governo empresarial no que respeita à transparência e integridade tomando como base os seguintes pressupostos (Rodrigues, 2012):

- i. Atribuição da responsabilidade sobre o processo de revisão e de divulgação da informação financeira aos membros do CA, tomando em consideração a frequência, a clareza e a forma como a mesma é apresentada;
- ii. Formação de comités de auditoria no âmbito do CA, incluindo a distribuição de funções;

- iii. Responsabilização dos auditores externos; e
- iv. Canais de comunicação entre acionistas, CA e auditores externos.

Em conformidade, vem atribuir ao CA a responsabilidade pela definição dos objetivos estratégicos da empresa, por assegurar uma liderança conveniente, supervisionar a direção e por uma adequada prestação de informação financeira aos acionistas (Blázquez, 2000).

Porém, e não obstante o apoio e concordância que as recomendações receberam não deixou, ainda, de gerar alguma controvérsia pelo peso que passou a representar na vida das empresas chegando, inclusive, a ser visto como excessivo (Santos, 2009). Nestes termos, e não obstante os méritos que se lhe reconhecem, nomeadamente o de ter feito chegar à Europa uma perspetiva inovadora sobre o que deve ser um bom governo de sociedades, adequado às exigências e expectativas dos novos tempos e dos mercados financeiros atuais (Santos, 2009), a Bolsa de Valores de Londres não deixou de reconhecer a controvérsia gerada pelo relatório, pelo que nomeia uma comissão com o objetivo de trabalhar profundamente os seus pressupostos e objetivos e apresentar um conjunto de novas normas sobre os princípios a implementar no âmbito do CG no Reino Unido. Surge assim um novo documento que viria a ser publicado sob a designação de Relatório Hampel.

1.2.2. Relatório de Hampel

O relatório Hampel, publicado em 1998, compreende um conjunto de princípios gerais, trabalhados e desenvolvidos com base nos seus antecessores e definidos a partir de duas grandes vertentes no âmbito do CG: (i) a responsabilidade dos membros do CA; e (ii) a prosperidade do negócio. Vem apelar a medidas mais duras que passam por mudanças nas organizações, nos seus diretores e auditores (Blázquez, 2000):

- i. Ao nível das organizações define a inclusão, nos relatórios anuais, de uma descrição sobre a forma como aplicam os princípios e a apresentação de uma justificação das políticas de gestão acompanhada de uma explicação sobre a adoção das boas práticas;
- ii. Relativamente aos diretores determina que os mesmos tenham formação apropriada; um maior número de diretores não executivos independentes e a sua publicitação, por parte dos conselhos, nos relatórios anuais; a distinção dos papéis de presidente e diretor geral, caso seja a mesma pessoa, com a obrigatoriedade de apresentar justificação nos casos em que ambos os papéis se concentrem numa única pessoa; que todas as preocupações sejam reportadas (comunicadas) a um diretor não executivo designado no relatório anual; a obrigatoriedade da reeleição do diretor se fazer acompanhar de detalhes biográficos e, ainda, a obrigatoriedade de apresentação de justificação por parte dos diretores sempre que renunciem ao cargo antes do fim do mandato;
- iii. No âmbito das responsabilidades de auditoria sugere que o comité de auditoria supervisione a relação financeira entre a empresa e os seus auditores com o objetivo de assegurar o equilíbrio entre a manutenção da objetividade e o valor despendido;

- iv. No que respeita à remuneração dos diretores, ainda que não coloque objeções à remuneração dos não executivos recomenda que tal não constitua uma prática universal; sugere a redução dos contratos dos diretores para períodos curtos e que o conselho crie um comité de remunerações constituído por diretores não executivos independentes a quem devem ser atribuídas as decisões sobre a estrutura e as políticas de remuneração dos diretores executivos; e incita a promover a concordância dos acionistas para incentivar novos projetos a longo prazo.

O relatório Hampel procurou protagonizar o desenvolvimento e um processo de revisão e aperfeiçoamento dos seus antecessores com o objetivo de assegurar a existência de uma estrutura de controlo capaz de proteger as empresas e, simultaneamente, ir de encontro aos anseios dos seus investidores, ou seja, acrescentar valor para os acionistas (Blázquez, 2000).

1.2.3. Relatório da OCDE

O interesse em torno desta problemática também se fez sentir fora do espaço e dos mercados de tradição anglo-saxónica (Santos, 2009). A necessidade de dar resposta às crescentes preocupações em torno da gestão e controlo das empresas faz parte das iniciativas da OCDE (OCDE, 2004), que também se dedicou a desenvolver e aperfeiçoar o enquadramento normativo sobre CG e adaptar adequadamente os diferentes intervenientes nos mercados financeiros, nomeadamente as bolsas de valores, as empresas, os investidores e outros (Silva et al., 2006). Procurou, também, defender e proporcionar incentivos adequados para que os gestores e os administradores prossigam com os objetivos que beneficiam a empresa e os acionistas para que o bom governo das sociedades concorra para um crescimento sustentável e para indicadores de sucesso a longo prazo (OCDE, 2004).

Os princípios da OCDE, que a seguir se enunciam, representam a primeira iniciativa ao nível das organizações intergovernamentais para a descrição de elementos base de um regime de boa governação empresarial e podem ser utilizados como referência pelos governos e empresas no momento de definirem e melhorarem as suas normas e regulamentos para o estabelecimento da estrutura e controlo de CG (Santos, 2009):

- i. A adoção das práticas de CG deve sempre promover mercados transparentes e eficazes estar em conformidade com os princípios do direito e distinguir de forma clara a divisão de responsabilidade entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas á aplicação da lei;
- ii. O enquadramento do CG deve defender e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas e a eleição dos membros do órgão de administração constituir um dos principais direitos em termos de remuneração. Neste particular, faz um apelo para que o órgão de administração divulgue a política seguida;
- iii. Deve haver tratamento equitativo dos todos os acionistas, incluindo os pequenos acionistas e os estrangeiros;

- iv. O enquadramento do CG deve resguardar os direitos legalmente estabelecidos aos acionistas por via de acordos mútuos de outros agentes com interesses na empresa e deve motivar uma cooperação ativa entre a empresa e estes agentes de forma a criar riqueza, emprego e manutenção de empresas que estejam financeiramente saudáveis;
- v. As práticas em CG devem assegurar uma informação atempada e concisa de toda a informação relevante no que diz respeito à empresa, em particular no que respeita à situação financeira, às participações sociais e aos governos da empresa; e
- vi. O CG deve assegurar a gestão estratégica da empresa, um acompanhamento e fiscalização eficaz da gestão pelo órgão de administração e a responsabilização do órgão de administração diante da empresa e dos seus acionistas.

Contudo, no atual quadro económico a importância do CG não se circunscreve ao interesse individual dos acionistas relativamente ao desempenho da empresa porque estas (as empresas) representam não só um papel cada vez mais central nas economias mundiais como vêm estreitando as suas relações com as instituições de carácter privado, o que faz com que um bom CG se afigure cada vez mais importante para um número cada vez mais diversificado de elementos da sociedade (OCDE, 2004). Globalmente, um bom governo societário (CG) deve garantir que as empresas consideram os interesses de um amplo número de agentes, nos quais se incluem as comunidades onde operam, e assegurar que estas, as empresas, trabalham em benefício de toda a comunidade (Santos, 2009).

1.2.4. Lei *Sarbanes-Oxley Act*

Recordamos que uma das características das empresas norte-americanas é a separação entre propriedade e controlo, decorrente de uma estrutura de capital (propriedade) grandemente dispersa ou disseminada em bolsa, o que estimula a proteção dos acionistas e dos investidores relativamente aos órgãos de administração e incentiva a uma maior transparência da informação divulgada, como que em resposta à regulação e supervisão dos mercados de capitais. Porém, os sucessivos escândalos financeiros a que tivemos oportunidade de assistir não só não o confirmam como lançaram a desconfiança nos mercados, puseram em causa o CG e impuseram a necessidade de refletir sobre esta questão e encontrar não só boas práticas de gestão como que estas se apresentem adequadas e coerentes com a nova realidade. Na verdade, as ações fraudulentas detetadas em algumas das grandes empresas ajudaram a concluir que os objetivos não se encontravam corretamente ajustados, revelando um sistema de controlo deficiente e auditores externos, no mínimo, ineficientes (Silva et al., 2006).

Assim, e na sequência dos escândalos que abalaram o mercado de capitais norte-americano foi aprovada, em 30 de Julho de 2002, a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) (Garcia, 2005) com o objetivo de melhorar o governo das empresas, restaurar a confiança no CA e nas suas práticas e, conseqüentemente, incentivar o investimento em bolsa (Rodrigues, 2012). Esta lei veio introduzir critérios mais apertados e com impacto direto em áreas chave como a remuneração dos executivos (Singler, 2011), o dever dos auditores se pronunciarem sobre o nível de apropriação do

controle interno, a obrigatoriedade do CEO e do diretor financeiro (CFO) certificarem as demonstrações financeiras periódicas (Mackey, 2005) e, em nome da segurança e defesa dos interesses dos investidores, a aplicação extensiva a empresas não americanas desde que cotadas em bolsas de valores norte-americanas (Silva et al., 2006).

Em suma, uma lei que pretende tornar os executivos mais responsáveis e comprometidos com as decisões, responsabilizando-os por estabelecerem, avaliarem e monitorizarem a eficácia da estrutura de controle interno das empresas e, em simultâneo, ajudar as empresas a tomarem melhores decisões operacionais e a obterem informações mais tempestivas com o objetivo de conquistarem (ou reconquistarem) a confiança dos investidores, evitarem a evasão de recursos, cumprirem as leis e regulamentos aplicáveis e obterem vantagens competitivas (*Sarbanes-Oxley*, 2002).

1.2.5. Recomendações da União Europeia

De acordo Versiani (2014) o direito comunitário Europeu, ramo que analisa o sistema jurídico da UE e que surge formado, basicamente, por uma estrutura piramidal na qual se encontram os Tratados Internacionais, os Regulamentos e as Diretivas, visa assegurar a promoção da harmonização e a uniformização das normas que regem os países Europeus que integram a UE.

Porém, e de acordo com Nunes (2014), em matérias de CG a UE viria a empenhar-se somente depois de vários Estados-membros publicarem os seus próprios códigos sobre CG, na sequência dos escândalos financeiros que haviam ocorrido do outro lado do atlântico. Neste particular, a UE desencadeou esforços que se traduziram na publicação, em 2002, do Relatório de Winter II, composto por um conjunto de recomendações sobre temáticas como a remuneração dos administradores, a imposição da emissão de uma declaração por parte das empresas cotadas, a divulgação de informação pontual e atualizada aos acionistas e o estímulo à constituição de comissões de auditoria e de remuneração compostas por administradores não executivos e preferencialmente independentes. Ainda neste âmbito, e de forma complementar, a Comissão Europeia (CE) faz publicar, em 2003, as comunicações “*Modernizar o Direito das Sociedades e Reforçar o Governo das Sociedades: uma Estratégia para o Futuro*” e “*Reforçar a Revisão Oficial de Contas na EU*” (Silva et al., 2006; Nunes, 2014), com o objetivo de definir e sustentar, no plano internacional, políticas próprias de CG com o desígnio de obter reconhecimento por parte das autoridades norte-americanas e equivalência das soluções Europeias às regras da Lei SOX e, por essa via, englobar no seu âmbito de aplicação as empresas não americanas com ações ou certificados de depósito cotados nos EUA (Silva et al., 2006). Em linha com estes objetivos e na senda do cumprimento dos planos de ação que lhe estão subjacentes a CE fez emitir, entre 2003 e 2007, um conjunto de textos legislativos, nomeadamente Recomendações, Regulamentos e Diretivas direcionados para os mercados financeiros e seu funcionamento e para as sociedades cotadas, nomeadamente no que respeita à instituição de um regime adequado de remuneração dos administradores destas sociedades, dos requisitos de transparência no que respeita às informações por elas emitidas, do papel dos administradores não executivos ou membros do CA e

demais comités, de revisão legal das contas, de informação sobre transações e admissão à negociação dos instrumentos financeiros ou, ainda, sobre o exercício de certos direitos dos acionistas destas sociedades (Santos, 2009; Nunes, 2014).

Na verdade, e ainda que o conceito de CG seja hoje visto como uma ferramenta fundamental para as empresas em geral, desafiando-as a tornarem-se mais transparentes, socialmente responsáveis e capazes de se reportarem com eficácia aos seus gestores e *stakeholders* tem na sua génese a necessidade de assegurar maior nível de transparência nas empresas de capital aberto (Lorenzi, Procopiuck & Quandt, 2009).

Porém, as distorções provocadas pela mais recente crise financeira viriam a denunciar a existência de algumas fragilidades levando a CE a reforçar, em 2009, as suas recomendações no âmbito do CG no que respeita às políticas de remuneração dos serviços financeiros e ao regime de remuneração dos administradores das sociedades cotadas (Machado, 2015). Ou seja, o reconhecimento de que a má gestão das instituições financeiras teve origem, em boa parte, na assunção de riscos desmedidos decorrente das inadequadas práticas de remuneração, levando a CE a estabelecer e reforçar princípios no âmbito das remunerações do setor financeiro (Recomendação 2009/384/CE e Recomendação 2009/385/CE). A crise financeira viria a demonstrar não só a crescente complexidade das estruturas remuneratórias mas também que o alinhamento dessas estruturas com os resultados de curto prazo conduziu à assunção excessiva e irracional de riscos face aos interesses das sociedades (Nunes, 2014; Machado, 2015). Em resposta, a CE perspetivou princípios complementares em relação às Recomendações anteriormente publicadas com o objetivo de promover a sustentabilidade das sociedades no longo prazo das sociedades e uma remuneração baseada no desempenho dos administradores pela via de uma avaliação muito criteriosa, transparente e objetivamente mensurável, criando, neste particular, não só um teto para a remuneração variável como a possibilidade de reversão desta componente nos casos em que se venha a concluir que os dados que a justificam estão incorretos (Machado, 2015).

Na mesma linha, em Setembro de 2009, os Ministros das Finanças e os Governadores dos Bancos Centrais do G20¹ viriam a distinguir o CG como uma ferramenta de combates as más práticas quando confrontados com a necessidade de definirem um conjunto de medidas capazes de assegurar um crescimento sustentável e garantir um sistema financeiro internacional mais sólido (COM, 2011). Em resposta, foi emitido o Livro Verde 2011 que realçou o CG enquanto sistema que rege e superintende as empresas e que estabelece um conjunto de relações entre a gestão, o CA, os acionistas e outras partes interessadas (COM, 2011). Neste âmbito destacam-se os esforços da CE que, no quadro do CG e da modernização do direito das sociedades, empreendeu algumas linhas de ação ao nível do aumento da transparência, da promoção da participação dos acionistas e do incentivo ao crescimento e à competitividade das empresas (COM, 2012) e as orientações da UE que, através da Diretiva 2013/34/EU, passa a exigir que as

¹ Conjunto de países que representam as 20 mais ricas economias do mundo.

empresas incluam uma declaração sobre o CG nos seus relatórios de gestão no caso de terem os seus valores admitidos à negociação num mercado regulamentado de qualquer Estado-membro. Esta declaração deve conter, pelo menos, informação relativa aos mecanismos de CG adotados pela empresa, designadamente sobre o código de CG por si aplicado, aos sistemas de controlo interno e de gestão de risco, à assembleia de acionistas e respetivos poderes, aos direitos dos acionistas, aos órgãos de administração, direção e fiscalização e respetivos comités. É entendimento da EU que a divulgação de informação de qualidade sobre os mecanismos de CG não só proporciona informação útil para os investidores como auxilia nas suas decisões de investimento, aumenta a confiança dos investidores, concorre para uma maior transparência dos mercados e permite, ainda que em termos gerais, obter benefícios notáveis para as empresas e uma maior legitimidade aos olhos dos acionistas e da sociedade (Recomendação, 2014/208/UE).

1.3. O *Corporate Governance* e a Teoria da Agência

O crescimento de uma empresa tem implícito a necessidade de ganhar dimensão, obriga à junção de um elevado capital e origina a separação entre propriedade (acionista) e gestão. Esta separação permite obter vantagens ao nível do crescimento da atividade empresarial, por via da concretização de projetos que de outro modo não seriam facilmente concretizáveis mas, por outro, produz impactos na empresa decorrentes da divergência de interesses entre os diferentes agentes que intervêm na vida das empresas, os denominados custos de agência (Fernandes, 2014). Por sua vez, os diferentes interesses e propensão ao risco que as duas partes comportam – agente e principal – desencadeiam o maior problema desta relação, uma consequência da emergência de conflitos de interesses entre ambos e dos custos a suportar com a atividade de monitorização para eliminar tais conflitos (Esperança et al., 2011). A teoria da agência reside, como a sua designação sugere, nos problemas que decorrem do facto do agente agir em função dos seus interesses pessoais ao invés de atuar em função dos interesses dos acionistas (problemas de agência). Para responder a este conflito e evitar a expropriação da riqueza dos acionistas pelos gestores torna-se necessário adotar um conjunto de práticas de CG (Almeida, Almeida & Ness, 2002). A mesma teoria debruça-se sobre a dificuldade de mensurar o contributo dos gestores para o processo de criação de valor devido à subjetividade em que imergem alguns dos indicadores de desempenho, o que vem destacar a importância do comportamento do gestor, em particular no que respeita à sua idoneidade e transparência, de modo a perpetuar o seu estatuto de independência em relação a determinados factos que o possam expor a situações de conflitos de interesses, já que a sua função é de garantir os interesses do principal (Reis, 2013).

Grande parte dos modelos e processos de CG servem-se de ferramentas de controlo e análise para a tomada de decisão dos gestores relativamente aos acionistas e administradores de forma a minimizar os conflitos de agência e otimizar o resultado económico e financeiro da empresa e contribuir para a sua continuidade (Arruda, Madruga & Júnior, 2008; Sardinha, 2014). Não obstante o foco estar nos acionistas (maioritários ou minoritários) ou nos restantes *stakeholders* Fernandes (2014) vem defender que o que na maior parte das vezes se procura é conciliar os mecanismos de CG com o objetivo de minimizar os custos de agência atuando, em simultâneo, com os mecanismos de índole contratual que conduzam a uma eficiente afetação de recursos. A importância em introduzir estes mecanismos nas empresas (de CG) advém dos possíveis conflitos de interesses (problemas de agência) entre os participantes na estrutura da empresa, como consequência dos distintos objetivos e prioridades de cada um, e da assimetria de informação entre ambos (participantes) (Gillan, 2003). É no âmbito desta conflitualidade que residem os principais problemas que se colocam ao CG e que podem, no âmbito da teoria da agência, ser abordados a partir das duas seguintes dimensões: (i) a vertical, típica de empresas com estruturas de propriedade dispersa e onde a natureza do problema entre gestores e acionistas está em conseguir lealdade dos gestores para com os acionistas; e (ii) a horizontal, mais comum em empresas com uma estrutura de propriedade concentrada e com forte presença de acionistas nas estruturas de controlo da empresa e, conseqüentemente, geradora de problemas entre pequenos

e grandes acionistas, nomeadamente no risco de expropriação dos pequenos acionistas (Esperança et al., 2011). A Figura 8 que se apresenta pretende ilustrar-se esta conflitualidade.

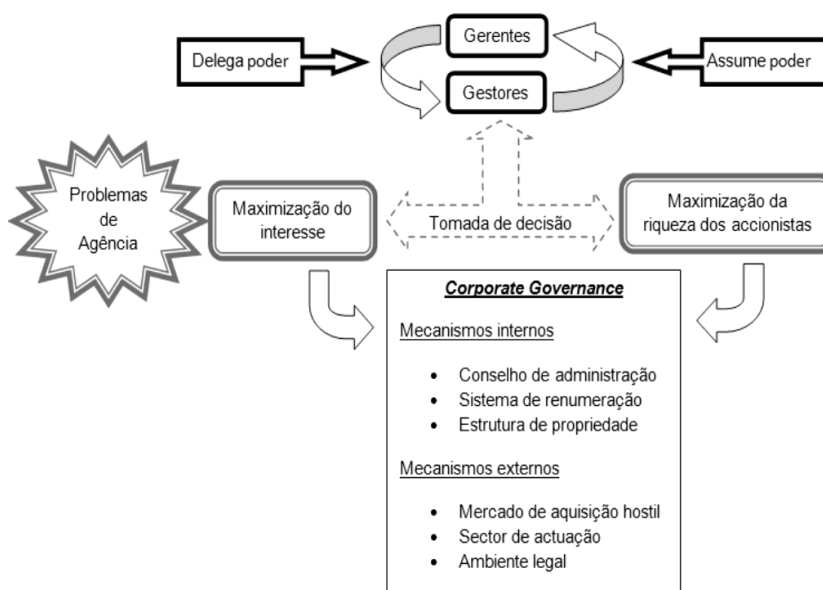


Figura 7: Problemas de agência versus *Corporate Governance*.

Fonte: Sardinha (2014, p.19).

É no âmbito desta problemática que se defende a seleção de mecanismos de CG que não só sejam capazes de assegurar uma eficiente afetação de recursos como auxiliar na minimização dos custos de agência, com base num conjunto de contratos assentes em pressupostos de maximização da utilidade pelos agentes e da separação entre propriedade e gestão (Gillan, 2003, Duarte, 2007; Almeida, Santos, Ferreira & Torres, 2010). Ou seja, a importância dos modelos de CG neste contexto advêm da percepção da existência de benefícios em termos de captação e retenção de capital e no alinhamento dos interesses dos gestores com os dos acionistas (Batista, 2009, Esperança *et. al.*, 2011). Neste sentido, ainda que em linhas gerais, pode dizer-se que a diminuição dos conflitos de agência se faz depender da existência de mecanismos de CG e que estes (mecanismos) constituem um instrumento de harmonização da relação entre gestor e acionista (Cunha, 2005). Por exemplo, a ligação entre teoria da agência e políticas de remuneração surge quando um executivo que recebe um salário maior e está interessado em manter o seu salário à custa de decisões que lhe são benéficas mas que não concorrem para fazer aumentar o valor da empresa (Miles & Miles, 2013). Uma utilização adequada da política de remuneração dos executivos pode juntar gestores e detentores de capital de modo a aumentar a riqueza dos acionistas (Junarsin, 2011). Para conseguir uma boa política de remuneração Faria (2013) sugere que as empresas efetuem melhorias fundamentais ao nível da transparência, das modalidades de pagamento e da compatibilidade e independência do CA.

A separação entre a propriedade e a gestão é considerada uma preocupação fundamental em CG, originando assimetrias de informação decorrentes do facto dos gestores possuírem mais e melhor

informação que os acionistas sobre o estado atual e as perspectivas da empresa (Esperança et al., 2011, Costa & Santos, 2011). Assim sendo, e em termos genéricos, os custos de agência representam os gastos feitos pelos acionistas para prevenirem as situações em que os gestores agem em seu próprio benefício, negligenciando os interesses dos acionistas, e nos esforços para fazer reduzir o alinhamento imperfeito que persiste entre os interesses de ambas as partes (agente e principal) (Robicheaux, Fu & Ligon, 2008). A assimetria de informação ocorre, por norma, quando existe um desequilíbrio na divulgação de informação, ou seja, quando uma parte está mais bem informada que a outra o que, no contexto da estrutura de capitais, origina custos significativamente diferentes entre o financiamento interno e o externo. No âmbito do CG a relação entre a assimetria de informação e as práticas de CG devem ser analisadas de forma diferente. Por exemplo, Ferreira e Laux (2007) defendem que a difusão de informação, na sua relação com as práticas de CG, pretende sinalizar a abertura da empresa ao mercado numa perspectiva de ganhar credibilidade e reputação. Sob uma outra dimensão, Duarte, Yu e Yong (2008) destacam a possibilidade dos gestores de empresas com pior CG se sentirem motivados a divulgar no curto prazo por entenderem ter pouco a temer, ou seja, um reporte sincero sobre os resultados de curto prazo não os expõe, por exemplo, à ameaça de um *takeover* e permite-lhe ganhar tempo para a implementação de projetos de longo prazo.

Ainda que a literatura não aponte claramente para a existência de consensos que determinem que o aumento das práticas de CG têm influência direta no impacto que se pretende atingir com a divulgação de informação, Silva (2009) defende que o aumento de informação disponível no mercado tem implicações positivas. Uma maior abertura ou facilidade na divulgação de informação por parte dos gestores reduz as assimetrias entre investidores e agentes (internos e externos) e concorre para aumentar a liquidez das ações, diminuir o prémio de risco exigido pelos investidores e, conseqüentemente, tem efeitos ao nível da redução do custo do capital. Na mesma linha, Duffie e Lando (2003) vêm advogar que a estrutura de crédito tende a ser prejudicada pela disponibilização de informação contabilística imperfeita, o que os leva a defender que a melhoria da informação divulgada ao mercado pode contribuir positivamente para reduzir o custo da dívida. De pouco poderá servir a uma empresa divulgar informação aos seus investidores se esta não atingir o impacto desejado. No entanto, na perspectiva da credibilização e reputação da empresa, as práticas de CG têm um efeito positivo nos investidores porque estes tendem a assumir a informação difundida como sendo mais credível, ou seja, estas práticas têm um efeito positivo na resolução dos problemas de assimetria de informação por via do aumento da credibilidade da empresa na medida em que estas empresas passam a ser reconhecidas pelos investidores como possuindo elevados níveis de CG facto que, por norma, tende a torná-las como as mais credíveis aos olhos dos potenciais interessadas. Em alguns casos o problema de assimetria de informação poderá, também, conduzir a um outro fenómeno, que é o da seleção adversa. Nesta circunstância, os investidores, com receio de serem expropriados pelos gestores, aplicam um desconto às suas ações (ativos da empresa) colocando as boas empresas em risco de não conseguirem um preço justo para os seus ativos e, com isto, verem as suas capacidades de financiamento no mercado francamente reduzidas (Silva, 2009). Nestes termos assume-se como mais ou menos consensual

que as práticas de CG existentes nas empresas tendem a definir ou condicionar o comportamento dos investidores (Ferreira & Laux, 2007).

1.4. Corporate Governance e modelos de medição de desempenho

Os sistemas de avaliação e de medição do desempenho constituem um elemento de controlo de gestão e exercem um papel fundamental na vida das empresas. Auxiliam, por exemplo, a lidar de forma mais eficiente e eficaz com a incerteza e as adversidades inerentes à envolvente pelo que se justificam grandemente no quadro da gestão contemporânea (Ferreira & Sarmento 2009), e tanto assim que o seu campo de ação registou grandes avanços nas últimas décadas. A perda de peso relativo dos aspetos estritamente financeiros a favor de uma visão menos restrita e mais holística do desempenho muito contribuíram para isso (Jorge, 2010). Também neste âmbito, Malani, Righi, Ceretta e Dias (2012) já haviam alertado para a necessidade da gestão passar a dispor de um conjunto de mecanismos concebidos e implementados com o objetivo de aumentar a probabilidade de o comportamento dos agentes ser consistente com os objetivos gerais da organização. Por sua vez, Matos e Góis (2013) referem-se ao CA não apenas como o órgão máximo da empresa mas também e fundamentalmente, como o mais importante mecanismo interno para procurar alinhar interesses de gestores e acionistas e, como responsável pela supervisão, controlo e decisão das orientações estratégicas da empresa cabe-lhe, sob outra perspetiva, a responsabilidade de gerir os recursos da melhor forma possível tendo em vista o crescimento sustentável da organização e o aumento da confiança pela via da qualidade e transparência da informação e do cumprimento das obrigações legais.

Neste sentido a grande missão ou desafios que se colocam ao CG prendem-se com a sua capacidade para garantir informação capaz de poder apoiar a tomada de decisão e contribuir para a criação de valor. Pode, também, influenciar a tomada de decisão ao auxiliar o processo de planeamento e controlo ou, ainda, o comportamento dos agentes no sentido de garantir coerência com os objetivos da empresa, centrando a atenção dos gestores e outros agentes no que é verdadeiramente fundamental para a empresa e ajudando a estimular comportamentos que conduzam aos resultados desejados. Porém, para que tenham o resultado esperado é necessário que se defina a responsabilização e tracem metas de modo a que sejam eliminadas as atividades que não acrescentem valor. A sinalização é outra das suas funções, e que pode ser aplicada tanto a nível interno, orientando a atenção dos colaboradores para questões estratégicas que, ao eleger uma medida-chave de desempenho para a empresa, a gestão sinaliza aos agentes a importância estratégica desses aspetos, como externo, na medida que podem também servir de elo com os *stakeholders* (Ferreira & Sarmento, 2009)

A literatura compreende já um conjunto de estudos que se debruçaram sobre a relação entre CG, valor e desempenho das empresas (Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Klapper & Love, 2004; Durnev & Kim, 2005; Black, Jang & Kim, 2006) e, ainda que a maioria aponte para a existência de uma relação positiva entre CG e desempenho empresarial, os resultados obtidos são, por agora, inconclusivos ou pouco esclarecedores, seja pelas limitações que decorrem da metodologia utilizada seja pela forma como mensuram o CG. Por exemplo, no âmbito da medição do desempenho, em particular do desempenho financeiro, este pode ser feito a partir de medidas de desempenho baseadas na contabilidade e/ou no mercado ou em ambas (Ferreira, 2013). Quando

baseadas na contabilidade refletem o desempenho histórico ou de curto prazo e quando baseadas no mercado refletem o desempenho futuro ou de longo prazo (Junarsin, 2011). Porém, quer se façam avaliações contabilísticas ou de mercado, as possíveis técnicas a usar são também diversas, ou seja, os rácios são diferentes (Gentry & Shen, 2010). O simples facto de não existir uma medida de desempenho única limita ou compromete a medição e os seus objetivos porque não se sabe objetivamente o que se está a medir (Thomas, 2006).

1.5. **Corporate Governance em Portugal**

No âmbito do CG houve necessidade de criar um enquadramento legal e códigos de conduta para assegurar que a normalidade aconteça no interior das empresas. Portugal vem sendo apontado como um país que registou avanços significativos nesta matéria ao longo dos últimos anos. A principal ação, no que respeita à implementação de regras de CG em Portugal prende-se, no essencial, com a transposição para a ordem jurídica interna daquelas que vinham sendo as reflexões de diferentes instituições, nacionais e internacionais, em particular ao nível das instituições europeias e da OCDE.

A evolução da estrutura de controlo do tecido empresarial português teve um percurso muito próprio até meados da década de 70 do século XX, com as empresas a serem dirigidas predominantemente pelo setor privado. Após a revolução, em 1974, verificou-se um aumento significativo do controlo da atividade empresarial por parte do Estado ainda que, na atualidade, Portugal apresente uma estrutura empresarial predominantemente privada e onde o controlo está concentrado, o que se traduz na existência de acionistas com poder e no aumento dos problemas de agência. Como consequência, o mercado de capitais português tem pouca tradição e, por conseguinte, apresenta um nível de desenvolvimento incipiente. Por outro lado, com a integração de Portugal na EU, em 1986, o país, para além de sofrer influências externas suportou também uma série de reformas estruturais que lhe permitiram registar um crescimento económico significativo. Contudo, fenómenos como a crescente integração e globalização, a adesão à moeda única, a emergência de potências económicas a nível mundial e a recente crise financeira não só comprometeram o cenário de evolução da economia portuguesa como a colocaram perante novas e crescentes exigências o que tornou imperativa a reformulação do quadro jurídico regulador através da instituição de mecanismos de fiscalização, regulação e sancionatórios, um passo fundamental para o desenvolvimento de sistemas de proteção legal dos direitos dos investidores, para o aumento da confiança por parte dos intervenientes no mercado de capitais e para fomento da transparência e eficácia no funcionamento dos mesmos (Esperança *et. al.*, 2011).

Segundo Abreu (2010), sob o ponto de vista jurídico português, o CG deve ser entendido como um conjunto de regras, instrumentos e questões direcionadas à administração e ao controlo das sociedades. Por sua vez, e neste particular, Alves (2007) afirma que a lei portuguesa deve ter como preocupação prioritária a defesa do interesse dos investidores, o que exige adotar estruturas de CG que permitam o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores.

A rede de normas sobre CG em Portugal está definida de forma clara e precisa e surge dividida em dois perímetros, o interno e o externo. O interno é constituído por regulamentos governamentais, recomendações e pareceres genéricos da CMVM e por atos de autorregulação que têm como fonte o próprio Código e que estão em posição de subordinação e em plano hierárquico inferior ao próprio Código, tanto na legitimação como no conteúdo, o externo é composto por normas legais ou de natureza similar (portuguesas, estrangeiras, comunitárias e internacionais) e com as quais o Código comunica explícita ou implicitamente. Ou seja, o externo

dispõe de fonte de legitimação própria e as normas estão em plano de paridade ou mesmo de superioridade hierárquica em relação ao Código que com elas estabelece nexos de coordenação ou de conformidade (Almeida, 2000).

Em Portugal as instituições de CG e o sistema legal constituem elementos decisivos para a qualidade do sistema de CG por força das tendências históricas e da prevalência de uma estrutura de propriedade tipicamente concentrada, o que induz a um maior risco de expropriação dos acionistas minoritários e a problemas de agência. Por sua vez, as sociedades anónimas (SA) portuguesas possuem modelos de CG com estruturas monistas (one-tier) e dualistas (double-tier), sendo que as estruturas monistas (one-tier) podem ser caracterizadas em modelo monista anglo-saxónico e em modelo monista latino (Sousa, 2013). Uma outra particularidade das sociedades portuguesas é a ainda a falta de independência dos CA e a limitação do direito de voto (Esperança, 2011).

Com o objetivo de concretizar uma ferramenta útil para a promoção de boas práticas de CG, dando resposta ao apelo de empresas nacionais, a uma vasta comunidade de interessados nestas matérias e à necessidade de o país se aproximar dos padrões internacionais de cariz autorregulatório, o Instituto Português de CG (IPCG) aceitou o desafio de desenhar uma alternativa ao Código CMVM. Com base na regra do “*comply or explain*”, o Código do IPCG procura garantir uma mais fácil adequabilidade das sociedades ao seu articulado e assegurar o cumprimento do difícil objetivo de o tornar adaptável a realidades muito heterogéneas dos seus destinatários. Este Código, aprovado em 2013, tem como objeto as sociedades abertas e, em particular, as emitentes de ações admitidas á negociação em mercados regulamentados e obrigadas aos regulamentos da CMVM (IPCG, 2014). Situando-se num plano muito distinto do legal, o Código do IPCG apresenta-se com o regime jurídico do mercado de capitais e das sociedades comerciais e estabelecendo com a lei uma relação de complementaridade harmoniosa. Ou seja, sem assumir carácter imperativo, procura induzir nas sociedades práticas que se revelem conformes com as orientações que, no plano nacional e internacional, são reconhecidas como boas práticas de CG. Constitui um complemento à ordem jurídica e oferece um caminho do que é um bom governo das sociedades (IPCG, 2014).

Em linha com os argumentos que temos vindo a aduzir, a lei deve ter como preocupação prioritária a defesa do interesse dos investidores, o que exige a definição de regras que, de entre outros, permitam o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores. Para este efeito Portugal dispõe do CSC normativo que se apresenta como elemento central da regulação jurídica das sociedades comerciais, ou seja, consubstancia o regime geral das sociedades.

1.5.1. Corporate Governance no âmbito do Código das Sociedades Comerciais

O CSC, aprovado em 1986 pelo Decreto-Lei n.º 262/86, surge na sequência da adesão de Portugal à então Comunidade Económica Europeia (CEE), atual UE, e, nesse contexto, da inevitável urgência de harmonizar a legislação portuguesa com as Diretivas comunitárias. Tem

como objetivo regular a forma e o funcionamento das sociedades comerciais em Portugal e foi, ao longo do tempo, objeto de algumas alterações.

Atendendo ao âmbito deste estudo, a abordagem que se segue surge apenas focada nas SA e no que ao CG diz respeito. Neste particular, o CSC incorpora os seus princípios e regras básicas, nomeadamente no que respeita à composição, competência, poderes de gestão e deveres dos órgãos de administração, aos direitos e deliberações dos acionistas e à fiscalização da empresa (Silva et al., 2006) e faz referência aos seguintes três modelos de administração e fiscalização: (i) modelo latino, (ii) modelo anglo-saxónico e (iii) modelo germânico (Câmara, 2011; Abreu, 2010; Esperança, 2011).

O modelo latino e o anglo-saxónico correspondem a um estrutura monista, em que o CA poderá compreender administradores executivos e não executivos. Porém, enquanto o modelo latino se caracteriza pela existência de um CA ou administrador único e um CF ou fiscal único, o modelo anglo-saxónico surge constituído por um CA coadjuvado por uma comissão de auditoria e um ROC (artigo 278.º alínea n.º 1 CSC, 2013). Por sua vez, o modelo germânico é caracterizado por uma estrutura dualista ou bicéfala onde existem dois órgãos de administração, um CAE, formado unicamente por gestores da sociedade, e um CGS formado somente por administradores não executivos. Resulta claro que o modelo de CG adotado determina formas diferentes para os diferentes órgãos. O sistema monista, por ser mais simples, é o mais adotado pelas empresas cotadas em Portugal (Esperança et al., 2011).

1.5.1.1. Conselho de Administração

Em função dos modelos de CG existentes o órgão de administração assume diferentes formas. No sistema monista o órgão administrativo é designado por CA, com competência para decidir sobre qualquer assunto relativo à administração da empresa mas está subordinado às intervenções dos acionistas e órgãos de fiscalização nos casos previstos por lei ou contrato de sociedade (Esperança et al., 2011). A gestão corrente da sociedade é, fundamentalmente, assacada a este órgão que pode, e acontece frequentemente, delegar num ou mais administradores ou numa comissão executiva. As decisões do conselho devem ser tomadas apenas na presença da maioria de membros e a sua aprovação exige a maioria dos votos presentes ou representados (artigo 405.º à 407.º CSC, 2013). No sistema dualista existe uma espécie de divisão do CA em dois órgãos distintos, um CAE composto exclusivamente por administradores executivos a quem compete o poder de gestão e outras, e um CGS, composto unicamente por administradores não-executivos e sem qualquer poder de gestão (Esperança et al., 2011). Na hierarquia o CGS está acima do CAE e estabelece a relação com os acionistas. Os membros do CAE não devem fazer parte do órgão de fiscalização ou não possuem qualquer grau de parentesco com estes. No caso de sociedades abertas os membros do CGS devem ser na sua maioria independentes, de acordo com os critérios de independência definidos no artigo 414.º, (CSC, 2013), e não poderão verificar as incompatibilidades descritas no artigo 437.º CSC (2013). Ao CGS compete, fundamentalmente,

o controlo das atividades do CAE, a fiscalização e julgamento sobre os diversos assuntos da empresa e a transmissão de informações à assembleia de acionistas (art.º 441 CSC, 2013).

Por outro lado, e seja qual for a estrutura de governo adotada, a nova lei (Decreto-Lei n.º 26/2015) vem obrigar à eleição de representantes das partes minoritárias no CA ou CG. Como medida preventiva das operações especulativas sobre as ações da sociedade, estão os membros do órgão de administração e fiscalização obrigados a informar a sociedade de todos os seus atos de aquisição, alienação ou oneração de ações devendo estas operações ser anexadas no relatório anual (artigos 447.º à 448.º, CSC, 2015).

1.5.1.2. Órgão de fiscalização

No plano interno, a fiscalização das sociedades é feita por órgãos como o CF, o CGS e a comissão de auditoria, enquanto ao nível externo cabe a um auditor independente que, no caso português, é o ROC. A competência atribuída aos órgãos internos de fiscalização traduz-se na fiscalização permanente das atividades de administração e verificação das contas da sociedade, enquanto ao órgão externo compete a verificação e certificação das contas da sociedade (Esperança et. al., 2011). De acordo com o CSC (2013), no seu artigo 413.º, no caso dos modelos latino e anglo-saxónico, o órgão de fiscalização interno, que é o CF e a comissão de auditoria, deve ser composto por um número mínimo de três membros, devendo fazer parte deste conselho um ROC e membros devidamente qualificados para exercer a atividade, respeitando todos a inexistência de qualquer das incompatibilidades previstas no artigo 414.º (CSC, 2013). No caso do modelo anglo-saxónico exclui-se uma das incompatibilidades na medida em que a comissão de auditoria, que hierarquicamente auxilia o CA, deve ser composta por alguns membros do CA. Anota-se que os membros da comissão de auditoria estão, nos termos do artigo 423.º, a) n.º 3 (CSC, 2013) proibidos do exercício de funções executivas na empresa. As competências da comissão de auditoria ultrapassam, por norma, as estabelecidas para o CF pelo facto de esta poder fiscalizar o processo de preparação e divulgação de informação financeira, revisão de contas, independência do ROC e propor à AG a nomeação do ROC (artigo 420.º alínea n.º 2 CSC, 2013).

No que se refere à administração e fiscalização, a recente reforma introduzida (Decreto-Lei n.º 26/2015) vem proporcionar aos acionistas a possibilidade de elegerem entre duas estruturas diferentes. Uma primeira composta por um CA e um CF, à maneira tradicional (artigos 390.º a 423.º), e uma segunda, inspirada no modelo alemão, assente na repartição de funções entre três órgãos, a direção, o CG e ROC, sendo da competência do CG, entre outros atos, a nomeação e destituição dos diretores e a aprovação das contas, depois de examinadas pelo ROC (artigos 424.º à 446.º, CSC, 2015).

1.5.1.3. Remuneração

No termos do artigo 399.º do CSC (2013) as remunerações do CA estão relacionadas com a função desempenhada, a situação económica da empresa e podem compreender uma parte fixa e

outra variável. Existe, ainda, a possibilidade de conferir parte do lucro do exercício para fins de remuneração dos administradores devendo, para o efeito, que tal se estabeleça no contrato de sociedade e com um limite percentual máximo. Dependendo do modelo que esteja a ser usado a remuneração do órgão de administração pode ser determinada por diferentes órgãos. Nos modelos latino e anglo-saxónico, ambos com estrutura monista, a remuneração é da competência da AG ou de uma comissão por esta indicada. No modelo germânico, que tem uma estrutura dualista, esta tarefa é da responsabilidade do CGS ou da comissão de remunerações, salvo caso pré determinado pelo estatuto, que designa que esta será feita pela AG ou por uma comissão por esta estabelecida (artigo 399.º e 429.º, CSC, 2013). A remuneração do CGS é estabelecida pela AG ou por uma comissão por ela nomeada e tem por base um montante fixo que pode ser reduzido ou aumentado em qualquer altura. A remuneração dos órgãos de fiscalização é estabelecida pela assembleia de acionistas ou por uma comissão por esta nomeada para o efeito (artigo 440.º, CSC, 2013).

1.5.1.4. Divulgação de informação

Segundo o CSC é obrigação dos membros da administração elaborar e apresentar aos órgãos competentes o relatório de gestão, as contas do exercício e outros documentos de prestação de contas, exigindo-se a inclusão de certos assuntos fundamentais nos referidos documentos, suficientemente capazes de garantir a fiabilidade e a exatidão da informação, e, ainda, a Revisão e Certificação Legal das contas prestadas por parte de um órgão de fiscalização independente (artigo 420.º alínea n.º 4 CSC, 2013).

As alterações introduzidas recentemente no CSC (Decreto-Lei n.º 26/2015) produziram mudanças a este nível. De entre outras, vieram assegurar aos acionistas o amplo direito à informação, seja ou não em AG, proporcionando-lhe os meios que os auxiliem eficazmente a estarem a par da vida da sociedade (artigo 288.º à 293.º CSC). Veio, também, procurar garantir que a OPA de ações passe a ser um procedimento obrigatório mediante a verificação de algumas condições, com o objetivo de proteger os pequenos acionistas contra a exploração de informação privilegiada (artigo 306.º à 315.º, CSC, 2015).

1.5.2. Corporate Governance no âmbito da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários e do Código de Valores Mobiliários

Portugal evoluiu significativamente a este nível na última década, contando-se de entre os países que registou as maiores evoluções e perfeitamente alinhado com as melhores práticas de CG a nível internacional. A principal ação, no que respeita à implementação de regras de CG em Portugal prende-se, no essencial, com a transposição, para a ordem jurídica interna, daquelas que vêm sendo as reflexões de diferentes instituições, nacionais e internacionais, em particular ao nível da CE e da OCDE, com o objetivo de promover a maximização da performance das empresas e, em simultâneo, garantir transparência, assegurar a defesa de acionistas e credores e responsabilizar os gestores por incumprimentos e atropelos à lei. A este respeito, Garanina e

Ladyzhenko (2014), em estudo realizado sobre as práticas de CG na Europa, apontam para significativas melhorias nos padrões de CG das empresas cotadas em Portugal que, não obstante se posicionar abaixo da média europeia, foi o país que registou a maior evolução.

As obrigações em termos de CG estão hoje materializadas num conjunto de recomendações emanadas pela CMVM, ao abrigo do CVM e do Regulamento n.º 1/2010, da CMVM (CMVM, 2013c). Estes documentos consubstanciam a base das recomendações vigentes em toda a Europa para a elaboração dos relatórios anuais sobre governo de sociedades emitentes de ações negociadas publicamente.

De notar, também, que importantes passos têm sido dados nesta matéria pela iniciativa privada, de que são exemplo a aprovação do Código de *Corporate Governance* (CCG) do IPCG, em Janeiro de 2013 e revisto em 2014 na sequência da publicação do Regulamento n.º 4/2013, da CMVM (CMVM, 2013c). De anotar que este regulamento coloca às entidades emitentes de ações cotadas a possibilidade de elaborarem o Relatório de Governo Societário a alternativa entre o modelo previsto no CGS da CMVM ou o do IPGS. Passa a ser aceite o recurso a códigos de CG distintos do da CMVM sem que seja necessário uma apreciação prévia da referida entidade. A contrapartida da liberdade proporcionada por esta opção é a responsabilidade de justificar de forma fundamentada a opção tomada por parte dos órgãos decisórios, clarificando o contexto do princípio *comply or explain* que enforma a aplicação do CGS, a equivalência material entre o cumprimento das recomendações e a explicação para o não cumprimento, quando esta explicação permite uma valorização dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação. Relativamente ao CG, os emitentes devem explicar, de modo efetivo, justificado e fundamentado, qual o motivo do não cumprimento das recomendações previstas no CCG adotado, justificando a solução alternativa adotada Regulamento n.º 4/2013, da CMVM (CMVM, 2013c). A fiscalização do conteúdo deste relatório vem sendo em Portugal efetuada pela autoridade de supervisão, a CMVM, prática que não encontra paralelo em mais nenhum Estado da comunidade, onde esta supervisão se faz por entidade privada independente.

1.6. Fontes Empíricas

Muitos são os estudos que analisaram a relação entre CG, valor e desempenho das empresas (Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Klapper & Love, 2004; Durnev & Kim, 2005; Black, Jang & Kim, 2006) e a maioria aponta para a existência de uma relação positiva entre o CG e o desempenho das empresas. Porém, não são pouco aqueles que descrevem limitações aos resultados apresentados, referindo, a esse respeito, não se apresentarem, ainda, suficientemente conclusivos, seja pela metodologia utilizada ou pela forma de mensurar as práticas de CG.

No plano internacional, e com base na construção de um índice de governo, Gompers, Ishii e Metrick (2003) procuraram analisar a relação entre o desempenho da empresa e os direitos dos acionistas e concluíram que as práticas de CG estão relacionadas positivamente com o desempenho. Por sua vez, Bøhren e Ødegaard (2003) num estudo desenvolvido na Noruega, com base em metodologias, alternativas, foi analisada a relação entre CG e desempenho e, com base na primeira metodologia, adotando a regressão linear múltipla, os resultados apontam para a existência de uma relação estatisticamente significativa entre CG e desempenho empresarial enquanto os resultados obtidos a partir da segunda metodologia, assente em equações simultâneas, não apresentam significância estatística, ou seja, os resultados apresentaram-se inversos ao esperado. Na mesma linha metodológica, Klapper e Love (2004), que também analisaram a relação entre CG e desempenho empresarial em 14 países emergentes utilizando um índice de CG criado pelo banco *Credit Lyonnais Securities Asia* (CSLA), os resultados apontam para a existência de uma relação positiva entre CG e o desempenho das empresas. Por sua vez, os resultados das conclusões apontadas por Durnev e Kim (2005) também indicam para a existência de relação entre a qualidade das práticas do CG e o desempenho, ou seja, identificaram que estão positivamente relacionadas e que empresas com melhor CG têm maior valor de mercado. Black, Jang e Kim (2006), em estudo desenvolvido na Coreia, analisaram a relação do CG com o preço das ações de um conjunto de empresas e os resultados apontam para a existência de uma relação significativa entre o preço da ação e a existência de membros independentes no CA, ainda que não tenham obtido evidência de que empresas com melhor CG são mais lucrativas. Por sua vez, Silva (2009), em estudo desenvolvido no Brasil com o objetivo de entender o impacto do CG na estrutura de capitais das empresas, com base em métodos econométricos, os resultados encontrados sugerem a existência de uma relação quadrática entre o CG e a estrutura de capitais, o que quer dizer que para níveis reduzidos de CG o endividamento é determinado pelo poder da gestão na empresa, que é moldada pelas práticas do CG. Ou seja, concluíram que os gestores são reservados em relação ao endividamento das suas empresas com o objetivo de proteger o seu capital e evitar as pressões do serviço da dívida e, ainda, que as melhores práticas de CG, ao diminuírem a ponderação da gestão, resultam em empresas mais endividadas do que o órgão de gestão gostaria. Para melhores práticas de CG os títulos de capital da empresa passam a ser mais atrativos para os investidores, pelo que as empresas vão ter mais facilidade em emitir os títulos com mais risco podendo reduzir o financiamento por dívida.

A nível nacional contam-se o trabalho desenvolvido por Sousa (2011), que analisou os modelos de CG em Portugal e identificou uma relação negativa entre a compensação dos administradores e a existência de uma remuneração variável, um estudo desenvolvido por Mota (2011) que, utilizando como amostra as sociedades cotadas na bolsa de valores de Lisboa, no período de 2007 a 2009, concluiu não existir relação entre a performance e a concentração da propriedade do capital com a dimensão e estrutura do CA e a desempenho das empresas. Porém, Rodrigues, (2012), utilizando como indicadores de performance o ROA, verificou que a dimensão do CA tem uma relação positiva e significativa na explicação da variação do desempenho empresarial. Por sua vez, Faria (2013), que realizou um estudo, no período de 2006 a 2012, com base numa amostra de empresas do PSI20, com objetivo de analisar a evolução das práticas de CG nas empresas portuguesas, através da criação de um índice de cumprimento das melhores práticas de CG, conseguiu relacionar a adoção das melhores práticas de CG por parte das empresas com o seu desempenho financeiro, medido através dos retornos anormais, durante o período em análise. Os resultados deste estudo sugerem que as empresas com maior evolução ao nível da adoção das melhores práticas de CG, entre 2006 a 2012, criaram mais valor do que as empresas que evidenciaram menor evolução a este nível. Também Sousa (2013), ao procurar identificar algum tipo de relação entre o cumprimento das recomendações de CG e o auditor externo, chegou à conclusão que existe uma relação direta e significativa no cumprimento das recomendações de CG e que há uma maior intervenção do auditor financeiro externo no cumprimento das recomendações. Por sua vez, Silva, Senna, Júnior e Senna (2014), numa pesquisa sobre os princípios de CG, as práticas e o desempenho empresarial, constataram que os princípios associados ao CG têm uma forte ligação com a tomada de decisão, o desempenho e o controlo das empresas. Mais recentemente Carvalho (2015), com base num estudo exploratório que lhe permitiu inferir que o CG do Banco Espírito Santo (BES) tinha deficiências, face ao cumprimento das recomendações da CMVM, o que poderá ter potenciado os problemas conhecidos. Acrescenta, ainda, que as deficiências no CG do BES se encontravam relacionadas com a auditoria, a votação, o controlo, a supervisão, a administração e a gestão de risco, levantando dúvidas sobre conflitos de interesses e sobre a opacidade da complexa estrutura acionista do Grupo BES. Por outro lado, e não obstante ter concluído que a política de remuneração estava em conformidade com as recomendações da CMVM, 2013a, salienta como um dos aspetos negativos a representatividade deficitária dos administradores não executivos e independentes no desempenho de funções de controlo, a que acresce o facto de ser dúbia a independência de alguns membros do CA, em particular os que formam a Comissão de CG e a Comissão Consultiva de Remuneração. A contradição entre o relatório de CG e a realidade do BES, no que se refere à eficácia e eficiência dos sistemas de gestão de risco e do sistema de controlo interno estava, no seguimento dos recentes desenvolvimentos noticiosos, igualmente em causa.

Em jeito de síntese, apresentamos a Tabela 2 que se segue e através da qual se procura oferecer uma síntese dos principais estudos citados ao longo do trabalho e os mais importantes resultados apresentados por cada um.

Tabela 2: Sistematização dos estudos incluídos na revisão de literatura sobre a relação entre CG e desempenho.

Autor(es)	País(es)	Metodologia/Método investigação	Conclusões/Resultados
Bøhren e Ødegaard (2003)	Noruega	Quantitativa Regressão linear multivariada	Os resultados mostram que existe uma relação estatisticamente significativa entre CG e o desempenho; Mas também, com base numa segunda metodologia (equações simultâneas), que não há significância, ou seja, existe uma relação significativa entre o CG e o desempenho mas não estatisticamente significativa.
Luo e Jackson (2012)	China	Quantitativa Regressão logística multinominal	Não foi possível concluir pela existência de uma relação significativa entre o crescimento do valor da empresa e a remuneração dos principais executivos.
Chhaochharia e Grinstein (2009)	EUA	Quantitativa Modelos de regressão linear	Mostram que a remuneração do CEO é, na maior parte das empresas, menor quanto maior for a presença de investidores institucionais na empresa.
Barontini e Bozzi (2011)	Itália	Empírica qualitativa Regressão logística	Não existe impacto significativo das boas práticas CG no desempenho; que em empresa de controlo familiar o excesso de remuneração está associado a um mau desempenho; e que quanto maior for a concentração acionista menor será a remuneração dos executivos.
Faria (2013)	Portugal	Quantitativa Modelos de regressão linear	Sugerem que as empresas com maior variação no índice de cumprimento geral apresentam retornos anormais e comparativamente mais elevados em relação aos das empresas que evidenciam menor evolução do grau de cumprimento do índice.
Vieira et al. (2011)	Brasil	Quantitativa Análise de Regressão de Efeitos Aleatórios e Fixos	Apointa para a pouca influência exercida pelas variáveis independentes na variável dependente, logo não se pode inferir que as práticas de CG adotadas tenham contribuído expressivamente para as variações no desempenho e na estrutura de capital das empresas.
Rodrigues (2014)	Portugal e Suíça	Quantitativa Regressão linear simples e regressão múltipla	Em Portugal as remunerações variáveis, normalmente indexadas ao bom desempenho das empresas, foram gradualmente substituídas por remunerações fixas de forma a manter o nível compensatório dos gestores e na suíça a remuneração variável representava 70% da remuneração total, precisamente o inverso de Portugal.

Fonte: Elaboração própria.

2. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

2.1. Objetivo e Objeto do Estudo

O presente estudo tem como objetivo principal avaliar a relação entre as características dos modelos de CG e o desempenho das empresas portuguesas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa. Adicionalmente, propõe-se também analisar ou estabelecer algum tipo de relação entre as características dos modelos de CG, mais concretamente a influencia o tipo modelo, a dimensão do CA, a independências dos seus membros, o próprio Presidente do CA, a existência de CEO independente, o setor de atividade ou a política de remuneração, podem exercer no desempenho destas empresas.

Para dar resposta a este objetivo utilizou-se uma amostra de 48 empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa, no período de 2011 a 2013. A opção por empresas cotadas prende-se com o facto de as práticas de CG serem maioritariamente adotadas no seio das empresas cotadas em bolsa, com base nas características empresariais de cada país ou região (Batista, 2009). Aliás, é a própria CMVM, entidade que regula e supervisiona o mercado financeiro em Portugal a Bolsa, que vem definir o CG como um sistema de regras de conduta respeitantes ao exercício da direção e controlo das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercados devidamente regulamentados (CMVM, 2013a).

2.2. Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação

Ainda que o estudo desta problemática não seja recente, havendo quem a situe no rescaldo da crise financeira de 1929 (Berle & Means, 1932), o grande impulso situa-se na viragem para o século XXI, com os graves escândalos financeiros protagonizados no seio de grandes sociedades comerciais e que tornaram imperativa a criação de legislação forte e muito direcionada e que hoje se apresenta sob a forma de um extenso e corpo de regulamentos e recomendações de aplicação mais ou menos universal com o objetivo de assegurar credibilidade, fiabilidade e transparência nos mercados. No que respeita à evolução e investigação em CG na sua relação com o desempenho empresarial é possível distinguir grandes períodos ou fases, em função das principais condicionantes da envolvente em cada momento. Uma primeira particularmente direcionada para a estrutura da propriedade, para as características do CA e políticas de remuneração, uma segunda que vem por em evidência os sistemas legais dos diferentes países decorrente da necessidade de dar maior proteção ao investidor e de assegurar uma maior eficácia ao CG, tendo em atenção o valor da empresa e o grau de desenvolvimento do mercado de capitais; e uma terceira direcionada para a construção de índices de bom governo e seus efeitos no valor e desempenho das empresas (Vieira, 2010).

Recordamos, contudo, que o desenvolvimento registado na área do CG, é o resultado do esforço na busca da satisfação das expectativas dos acionistas (Davis, 2005) mas também, e fundamentalmente, na necessidade de promover a eficiência e a competitividade das empresas de modo a alimentar a confiança nos mercados de capitais, desenvolver a estabilidade financeira e o crescimento económico (OCDE, 2004).

Em Portugal, por exemplo, os principais avanços situam-se na última década e encontra justificação na intensificação do efeito globalização e das suas consequências, nomeadamente no que respeita ao maior grau de exigência relativamente aos padrões de comportamento dos gestores (Gonçalves, 2007). Por sua vez, esta evolução tem feito com que as empresas com maior nível de adoção das melhores práticas em CG apresentem maior criação de valor relativamente às empresas que evidenciam menor evolução a este nível (Davis, 2005; Gonçalves, 2007; Faria, 2013 e Sardinha, 2014).

Partindo deste pressuposto foram definidas um conjunto de hipóteses de investigação, que passamos a enunciar e justificar com base na teoria, para responder ao nosso objeto de estudo.

a) Modelos de Corporate Governance

Os modelos de CG são diversos e com características específicas. A escolha do modelo de CG por parte das empresas não se faz, por norma, de forma aleatória, na medida em que há variáveis que influenciam essa escolha e condicionam ou determinam os seus efeitos (Sardinha, 2014).

Em concordância e para o presente estudo a 1.^a e 2.^a hipóteses de investigação assentam em:

Hipótese de Investigação 1: *Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial.*

Hipótese de Investigação 2: *Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização do modelo de CG.*

b) Dimensão do CA

Segundo Fama e Jensen (1980) a dimensão do CA constitui um aspeto fundamental porque traduz a capacidade que a empresa tem para acompanhar e controlar as atividades de gestão, medida em função do número de membros do CA (Davis, 2005). Há, porém, estudos que apontam para a existência de uma relação inversa entre a dimensão do CA e o desempenho da empresa com base no argumento de que um CA de pequena dimensão tem mais vantagens, desde logo uma menor probabilidade de desentendimento, de falta de coesão ou de desmotivação individual (Rodrigues, 2012). Um CA de grande dimensão dá lugar a um aumento de conflitos, de custos e retarda o processo de tomada de decisão, ainda que as empresas de maior dimensão tendam a ter maior dispersão de acionistas, o que dá aos gestores maiores poderes implícitos (Augustinho & Canadas, 2010). Na mesma linha de raciocínio, Jensen (1993) e Rodrigues (2012) defendem existir uma maior possibilidade de melhoria ao nível do desempenho de uma empresa nas situações que o CA se mantém em pequena dimensão porque quando ultrapassa uma dimensão considerada moderada, mais de 7 a 8 administradores, não só existem maiores dificuldades para desempenhar as suas funções de forma eficaz e é mais facilmente controlado pelo diretor executivo (CEO). Contrariamente, Reis (2013) vem defender que quanto maior a dimensão do CA melhor é o desempenho das empresas.

Desta discussão e para o desenvolvimento deste estudo surgiu a 3.^a hipótese de investigação:

Hipótese de Investigação 3: *Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial.*

c) Membros independentes no Conselho de Administração

Quer a lei *Sarbanes Oxley Act* (2002) quer os princípios da OCDE (2004) sobre o CG recomendam a incorporação de membros não executivos e independentes no CA como mecanismo de integração para um melhor governo (Matos & Gois, 2013). A integração de administradores não executivos e independentes no órgão de administração é um fenómeno recente em Portugal e mais comum em sociedades de maior dimensão e com capital disperso (IPCG, 2011). É comumente aceite que um CA constituído fundamentalmente por administradores executivos é visto como pouco eficaz pela excessiva concentração de poder existindo, contudo, evidência que aponta para a existência de uma relação significativa entre o número de membros independentes no CA e o desempenho da empresa porque as empresas com número mais elevado de membros independentes no CA apresentam, em média, um desempenho mais fraco (Cunha & Martins, 2007). Contrariamente, Azevedo (2013) defende que um maior número de administradores não executivos no CA incentiva o alinhamento de resultados, particularmente em países onde há concentração da propriedade e onde o mercado laboral para administradores não se encontra muito desenvolvido, como é o caso de Portugal.

A presença de administradores independentes no CA pode ser considerada como uma forma de proteção dos interesses dos acionistas e outros (Rodrigues, Seabra & Mota, 2008), são frequentemente vistos como mais capazes para respeitar e honrar as obrigações empresariais, em particular quando se excedem os limites do que é legalmente imposto, e são geralmente mais seduzidos pelas matérias relativas aos aspetos sociais e ambientais (Michelon & Parboneti, 2010). Porém, e não obstante, o IPCG (2011) defende que a dimensão do CA se faz depender de uma pluralidade de fatores tais como a estrutura acionista, o nível de *free float*, o negócio, a dimensão da empresa, a presença de acionistas institucionais, e apresenta uma escala de relevância diferente de empresa para empresa. Ou seja, alcança-se que a composição do CA deverá ser aquela que lhe permita uma tomada de decisão eficiente e conforme com o interesse social devendo incluir, para tal, um número de membros não executivos que garantam efetiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da atividade dos membros executivos (CMVM, 2010; IPCG, 2011).

Sob esta abordagem ou perspetiva surge a nossa 4.^a hipótese de investigação:

Hipótese de Investigação 4: *Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial.*

d) Gestor dominante, que ocupe as funções de *chairman* e CEO

Os CA têm a competência de gerir as atividades da empresa, pelo que a delegação de funções na comissão executiva (CE) é recomendável e, conseqüentemente, fortemente apontada como um aspeto favorável (IPGC, 2011). Em concordância, Cunha e Martins (2007) defendem que as empresas que separam as funções de presidente do e CEO obtêm, em média, melhor desempenho. Esta dualidade de instâncias de decisão, que supõe a separação dos cargos de presidente do CA e de CEO é apontada como um procedimento adequado para diminuir a concentração de poder e capaz de funcionar como ferramenta dissuasora de práticas menos corretas por parte daqueles que controlam (gerem) as empresas (Matos & Gois, 2013). Neste contexto surgiu nossa 5.^a hipótese de investigação:

Hipótese de Investigação 5: *Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial.*

f) Políticas de remuneração

De acordo com Rodrigues (2014) a remuneração é uma das ferramentas que permite alinhar os objetivos dos gestores com os dos acionistas. Um sistema de remuneração baseado no desempenho facilita não só o alinhamento de interesses de gestores e dos diversos *stakeholders* como permite diminuir o conflito entre a gestão e os investidores, o que concorre para aumentar o empenho dos gestores na criação de valor uma vez que estarão a aumentar as suas compensações remuneratórias (Rodrigues, 2014). O autor aponta para a existência de uma relação muito forte entre o desempenho e a remuneração total porque esta leva a uma seleção e retenção dos gestores mais capacitados e motivados.

Ingolf, Ernst e Dan (2011) concluíram que as várias formas de limitar a remuneração pode levar a consequências indesejáveis. Se a limitação se centrar na remuneração total de forma contratual, a empresa vai ter dificuldades em manter o nível de gestão e vai enfrentar fracos desempenhos com compensações desadequadas, o que resultará em baixo valor nos mercados e perda de competitividade em relação a empresas de outros países onde não se verificarem restrições salariais dos CEO.

Porém, e não obstante a componente variável da remuneração apresentar algumas vantagens para a gestão não está isenta de desvantagens para empresa porque os gestores menos escrupulosos poderão sempre manipular. Por outro lado, uma remuneração com uma componente maioritariamente fixa poderá atrair os gestores menos competentes e levar os mais competentes a assumirem comportamentos negligentes e de falta de interesse por falta de incentivo (Rodrigues, 2014; Nunes, 2014).

Tendo por base esta perspetiva fixou-se a 6ª hipótese de investigação:

Hipótese de Investigação 6: *Existe uma associação positiva entre a Política de Remuneração e o desempenho empresarial.*

g) Independência do CEO

Para Medeiros, Serra e Ferreira (2011) o quadro responsável pela gestão de diferentes atividades numa empresa é composto por executivos e demais membros do órgão de administração. Por sua vez, para Garcia, Gomes e Monte (2014) a gestão de topo é um recurso estratégico e decisivo no desempenho de uma empresa pelo que este (o desempenho) corresponde à representação das características inerentes ao CEO e à forma como este estabelece relações sociais com a sua equipa de executivos. A figura do CEO dispõe de numerosas funções de impacto, enquanto representante e responsável pelas principais decisões na empresa (Messersmith, Lee, Guthrie & Ji 2013). As suas funções têm impacto no desempenho da empresa, especialmente no que pode causar variações traduzidas em perdas ou ganhos de capital humano e social (Garanina et al., 2014). A forma como o CEO estabelece as suas relações sociais pode influenciar diretamente as decisões estratégicas e as implicações alcançadas (Messersmith et al., 2013). O órgão de administração de uma empresa, porque toma decisões que auxiliam na criação de estratégias empresariais e na promulgação de metas e objetivos da empresa, tem responsabilidade e potencial para alterar o desempenho empresarial (Core & Guay, 2010; Messersmith et al., 2013).

Com base nesta abordagem surgiu a 7.ª hipótese de investigação:

Hipótese de Investigação 7: *Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial.*

h) Setor de atividade

O setor de atividade de determinada empresa é a área do mercado em que ela se insere ou atua. De acordo com Ferreira (2009) a gestão estratégica das empresas tem em consideração os setores de atividade com o objetivo de assegurar o cumprimento dos princípios de CG. Por outro

lado, os gestores devem observar boas práticas de CG que permitem uma maior eficiência, eficácia e transparência de gestão. Sob este pressuposto, Cunha e Martins (2007) introduziram a variável setor como uma variável de controlo e apontam para a inexistência de relação significativa entre o setor e o desempenho.

Neste contexto e para o presente estudo surgiu a 8.^a hipótese de investigação:

Hipótese de Investigação 8: *Existe uma independência entre as variáveis setor de atividade e o desempenho empresarial.*

Na continuação, conforme tabela 3 que a seguir se apresenta, sistematizamos as diferentes hipóteses de investigação (HI) levantadas para o desenvolvimento deste estudo bem como a relação esperada entre as variáveis explicativas e o desempenho empresarial.

Tabela 3: Resumo das Hipóteses de Investigação fixadas.

HI	Formulação de Hipóteses	Resultado esperado
HI ₁	Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₂	Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização do modelo de CG	Existência de diferenças
HI ₃	Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₄	Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₅	Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₆	Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₇	Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₈	Existe uma independência entre as variáveis setor de atividade e o desempenho empresarial	Independência entre as variáveis

2.3. Recolha de Informação

Os dados que suportaram este estudo foram recolhidos tendo por base uma consulta dos Relatórios e Contas e Relatórios de CG de 48 sociedades anónimas portuguesas, financeiras e não financeiras, cotadas na bolsa de valores de Lisboa, divulgados no respetivo *site* bem como no *site* da CMVM. De referir que não se entrou em linha de conta com as sociedades anónimas desportivas (SAD) porque, atendendo à sua especificidade, não foram consideradas relevantes para o estudo.

Fez-se uma análise detalhada dos Balanços, Demonstração dos Resultados Consolidados e Relatórios de CG referentes aos exercícios económicos de 2011, 2012 e 2013. A amostra para a análise das características dos modelos de CG aplicados em Portugal foi constituída por 48 empresas para cada exercício económico referido, de 2011 a 2013.

A recolha dos dados encontra-se dividida em duas fases:

- (i) uma primeira onde foram analisados detalhadamente os relatórios de CG publicados pelas empresas da amostra de forma a poder-se extrair as características dos diferentes modelos de CG; e
- (ii) uma segunda onde se recorreu aos relatórios e contas consolidadas para retirar os principais indicadores económicos e financeiros.

2.4. Técnicas Estatísticas de Tratamento dos Dados

Após a recolha dos dados e para o seu tratamento recorreu-se a uma análise descritiva exploratória e a uma análise inferencial. Pretendia-se numa primeira fase conhecer o comportamento/caraterização e a evolução das variáveis que foram objeto de estudo, pelo que se produziram, por um lado, as frequências absolutas e relativas e, por outro lado, as medidas de tendência central (média) e as medidas de dispersão (desvio padrão). Para a segunda fase e para corroborar as hipóteses de investigação fixadas optou-se por recorrer a uma análise inferencial.

De referir, ainda, que para a produção da análise inferencial se entrou em linha de conta com o seguinte:

- (i) Pretende-se utilizar o teste paramétrico *t-Student* para duas amostras independentes no sentido de se verificar a existência de diferenças entre dois modelos de CG o Anglo-saxónico e o Latino/monista, relativamente ao desempenho empresarial desde que se verifiquem os pressupostos para a utilização do teste, nomeadamente:
 - a. a distribuição da média amostral seguir a distribuição normal; e
 - b. garantir-se a homogeneidade das variâncias por amostra independente (modelo de CG Anglo-saxónico e modelo de CG Latino/monista) em estudo relativamente à variável desempenho;
- (ii) Para analisar a associação entre variáveis qualitativas, dada a sua natureza e escala em que se encontram mensuradas (nominal e ordinal), pretende-se aplicar os testes não paramétricos de associação, designadamente o *V de Cramer* e *Phi* para medir o grau de associação entre as variáveis e a sua direção. O teste de *Phi* vai aplicar-se quando se estiver perante uma associação de variáveis dicotómicas em que as duas variáveis tenham 2 alternativas de resposta (tabelas 2X2).

Cabe ainda sublinhar que para testar a 1ª e 2ª hipóteses de investigação apenas se vai trabalhar com os modelos de CG Anglo-saxónico e Latino/monista. Optou-se por trabalhar apenas com estes dois modelos uma vez que a expressão de utilização do modelo de CG Germânico/dualista não era significativa, tal como poderá ser confirmado na análise que de seguida se vai produzir e discutir.

Quanto aos indicadores económico-financeiros, para que se consigam compreender e extrair o máximo possível de informação, pormenorizando a mesma, pretende-se transformar todas as variáveis quantitativas em variáveis qualitativas (por intervalo utilizando a técnica dos *Cut Points*), medidas numa escala ordinal ou nominal dependendo do objetivo de análise. Acresce, ainda, que a variável escolhida para medir o desempenho empresarial vai ser também transformada numa variável qualitativa dicotómica, pelo que se vai recorrer ao cálculo da mediana, estabelecendo-se assim dois intervalos, um acima da mediana e outro abaixo da mediana.

Por último, cabe referir que se vai optar por utilizar o indicador EBITDA para medir o desempenho empresarial. A opção prende-se com o facto de ser um indicador facilmente utilizado e muito

utilizado para a análise da origem e composição dos resultados das empresas por eliminar os efeitos das decisões de financiamento, ou seja, é capaz de medir com mais precisão a produtividade e a eficiência do negócio (Aranha, Oliveira & Dias, 2014). É um importante indicador para suportar decisões de investimento a longo prazo porque, supostamente, oferece uma representação mais clara das operações da empresa. O EBITDA é um indicador que inclui todos os componentes operacionais e desta forma compreende grande parte das receitas auferidas e despesas incorridas, permitindo destacar a sua medida em relação ao Resultado Líquido (RL) na observação do desempenho empresarial (Saporito, Henrique, Silva & Soares, 2015). Em suma, este indicador informa sobre o desempenho da empresa nas atividades operacionais e o grau de cobertura do resultado em relação às despesas financeiras, transporta o reflexo das estratégias de mercado adotadas e serve de parâmetro para conhecimento do valor da empresa (Saporito et al., 2015).

Em toda a análise para a tomada de decisão de validação ou não das hipóteses de investigação em estudo vai assumir-se um nível de significância de 5%.

2.5. População vs Amostra

A população em estudo contemplou as 57 empresas divulgadas no *site* da *Euronext* à data de 31 de dezembro de 2014. Porém, para dar resposta ao objetivo do estudo foram selecionadas as empresas que respeitavam aos seguintes critérios de inclusão:

- (i) informação disponível - Relatórios de CG e Relatórios e Contas - para os 3 anos de exercício económico, de 2011 à 2013.
- (ii) Tendo por base os critérios de inclusão foram excluídas 9 empresas do estudo com as seguintes características:
 - a. Ano contabilístico diferente (SAD) (3 empresas: Sport Lisboa e Benfica, Futebol Clube do Porto e Sporting Club de Portugal);
 - b. Sociedades Financeiras sem informação no anexo (3 empresas: Banco Santander, Espírito Santo *Financial* e Montepio); e
 - c. Sociedade não financeira sem informação no anexo (3 empresas: Estoril Sol P, Isa, Inapa Pref S Voto).

Nestes termos, a amostra final integra 48 empresas Portuguesas cotadas na bolsa de valores de Lisboa, correspondendo a 84% do total da população. Das 48 empresas em estudo 19 pertencem ao Índice PSI20.

A pesquisa quantitativa tem carácter longitudinal, visto que o período de análise compreende três anos, iniciando no exercício de 2011 até 2013 e recolheu-se informação para os diferentes indicadores em análise, quer por empresa quer por exercício económico.

2.6. Apresentação e Análise dos resultados

2.6.1. Caracterização da Amostra em estudo

Para a realização do presente estudo recorreu-se à identificação das entidades portuguesas cotadas na bolsa de valores de Lisboa, com referência a 31 de Dezembro, para cada um dos exercícios económicos correspondentes (2011 a 2013) e que constam no Anexo A.

Relativamente à caracterização por setor de atividade, que respeitou a classificação adotada pela NYSE *Euronext*, pode dizer-se que os setores com maior peso estão assim representados: cerca de 18,75% são empresas que integram o setor industrial; 14,58% fazem parte do setor informação e comunicação e 12,5% do setor financeiro. Os setores que têm menor estão assim distribuídos: cerca de 8% são empresas que fazem parte do setor das energias, e igual percentagem para o setor tecnológico e da construção civil, cerca de 4% das empresas integram o setor automóvel e 4,17% o setor de bens e consumo. Os setores imobiliário, distribuição, saúde, logística e telecomunicações, serviços, transporte e turismos são os que têm um menor peso, de 2,08% respetivamente. Esta informação consta da Tabela 4.

De referir, ainda, que foi possível observar que ao longo dos 3 anos em estudo se mantem a mesma informação, ou seja, não se registou diferenças no peso dos setores de atividade (Tabela 4).

Tabela 4: Distribuição das empresas pelos setores de atividade, por ano de exercício económico.

Setor atividade	Ano 2011		Ano 2012		Ano 2013	
	n	%	n	%	n	%
Automóveis	2	4,17	2	4,17	2	4,17
Bens e consumo	2	4,17	2	4,17	2	4,17
Construção civil	4	8,33	4	8,33	4	8,33
Distribuição	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Energia	4	8,33	4	8,33	4	8,33
Financeiro	6	12,50	6	12,50	6	12,50
Gestão Participação Especial	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Imobiliário	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Indústria	9	18,75	9	18,75	9	18,75
Informação e comunicação	7	14,58	7	14,58	7	14,58
Logística e telecomunicação	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Saúde	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Serviços	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Serviços públicos	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Tecnologia	4	8,33	4	8,33	4	8,33
Transportes	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Turismo	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Turismo/energia/finanças	1	2,08	1	2,08	1	2,08
Total	48	100	48	100	48	100

2.6.2. Análise Descritiva Exploratória

A tabela que a seguir se apresenta (Tabela 5) compreende informação descritiva sobre as diferentes variáveis em estudo, designadamente Presidente do CA, Política de Remuneração, Modelo de CG e Dimensão do CA.

Tabela 5: Resumo da estatística descritiva para as variáveis em estudo, por ano de exercício económico.

Variáveis	Ano de 2011		Ano de 2012		Ano de 2013	
	n	%	n	%	n	%
Presidente do CA						
Executivo	13	27,08	14	29,17	17	35,42
Executivo independente	1	2,08	1	2,08	8	16,67
Executivo não independente	9	18,75	8	16,67	7	14,58
Não executivo	11	22,92	8	16,67	8	16,67
Não executivo independente	8	16,67	10	20,83	8	16,67
Não executivo não independente	6	12,50	7	14,58	-	-
<i>Total</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>
Política de Remuneração						
Fixa	5	10,42	5	10,42	4	8,33
Fixa/variável	42	87,50	43	89,58	44	91,67
Não Aplicável	1	2,08	0	-	-	-
<i>Total</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>
CEO Independente						
Não Aplicável	6	12,50	5	10,42	4	8,33
Não independente	42	87,50	43	89,58	44	91,67
<i>Total</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>
Modelo de CG						
Anglo-saxónico	11	22,92	12	25	12	25,00
Germânico/dualista	2	4,17	1	2,08	1	2,08
Latino/monista	35	72,92	35	72,92	35	72,92
<i>Total</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>
Dimensão CA						
Inferior a 5 membros	9	18,8	9	18,75	6	12,5
6 a 10 membros	19	39,6	20	41,67	20	41,67
11 a 15 membros	10	20,8	10	20,83	12	25,00
16 a 20 membros	6	12,5	1	2,08	4	8,33
Superior a 21 membros	4	8,3	8	16,67	6	12,5
<i>Total</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>
Membros independente						
Inferior a 1 membro	22	45,83	20	41,67	21	43,75
2 a 4 membros	16	33,33	17	35,42	17	35,42
5 a 7 membros	4	8,33	9	18,75	8	16,67
8 a 10 membros	5	10,42	1	2,08	1	2,08
Superior a 11 membros	1	2,08	1	2,08	1	2,08
<i>Total</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>	<i>48</i>	<i>100</i>

Da sua análise (Tabela 5) permitimo-nos observar que relativamente à variável Presidente do CA (PCA) em 2011, das 48 empresas em estudo, 27,08% (13) das empresas tinham o Presidente do CA executivo o que quer dizer que exercia a dupla função de CEO e Presidente do CA. Apenas 12,50% (6) das empresas tinham o PCA não executivo e não independente. Em 2012 houve uma subida, observando-se que 29,17% (14) das empresas tinham o PCA executivo e 14,58% (7) empresas tinham o PCA não executivo e não independente. Já em 2013, cerca de 35,42% (17) das empresas tinha o PCA executivo e nenhuma empresa tinha o PCA como não executivo e não independente.

Continuando com a análise (tabela 5) constata-se que relativamente à Política de Remuneração (PR) em 2011 cerca de 87,5% (42) das empresas adotavam a remuneração fixa/variável e apenas 2,08% (1) não adotava qualquer PR. Em 2012 registou-se um pequeno aumento de cerca 89,58% (43) das empresas que adotavam a PR fixa/variável, apenas 10,42% (5) adotava a remuneração fixa. O ano de 2013 confirma a tendência, ao observar-se que 91,67% (44) das empresas adotavam a PR fixa/variável e apenas 8,33% (4) a remuneração fixa.

Permite também observar (tabela 5), para a variável Independência do CEO, que no ano de 2011, das 48 empresas em estudo 87,5% (42) apresentam os CEO não independentes e 12,50% (6) das empresas não aplicavam a política de distinção de um membro com diretor da comissão Executiva. No ano de 2012, em aproximadamente 90% (43) os CEO das empresas não eram independentes, ocorrendo uma pequena diminuição nas empresas que não aplicavam tal política. Todavia, no ano de 2013 cerca de 92% (44) dos CEO não eram independentes e apenas 8,33% (4) não adotavam tal política.

Proporciona, ainda, com relação ao Modelo de CG observar o seguinte (Tabela 5):

- i. O modelo de CG adotado e que predomina em Portugal nas empresas em estudo e para os 3 exercícios económicos é o modelo Latino/monista, com um registo de 72,92% (35 empresas das 48). O modelo Anglo-saxónico é o segundo modelo mais adotado, com 22,92% (11) em 2011 e 25% (12) em 2012 e 2013. O modelo Germânico/dualista em 2011 foi adotado por apenas 4,17% (2) das empresas (Orey Antunes e BCP) e em 2012 e 2013 por apenas uma (o BCP);
- ii. Pelos resultados apurados em 2011, cerca de 18,8% (9) das empresas tinham o CA composto por um número inferior a 5 membros, 39,6% (19) das empresas tinham entre 6 a 10 membros no CA e 8,3% (4) das empresas tinham o CA composto por um número superior a 21 membros. No ano de 2012 o número de empresas com menos de 5 membros no CA manteve-se, mas cerca de 41,67% (20) empresas tinham no CA cerca de 6 a 10 membros e 16,67% (8) empresas tinham o CA composto por mais de 21 membros. Em 2013 cada vez menos empresas tinham o CA composto por um número inferior a 5 ou superior a 21 membros (12,5%) e cerca de 41,67% (20) empresas tinham no CA cerca de 6 a 10 membros;

- iii. Em 2011 cerca de 46% (22) das empresas tinha pelo menos 1 membros independentes no CA e apenas 2,08% (1) tinha mais de 11 membros independentes no CA. Em 2012 e 2013 cerca de 42% (20) e 44% (21), respetivamente, tinham pelo menos 1 membros independentes nos seus CA. Mesmo assim, pode dizer-se que na sua maioria os CA das empresas em estudo eram compostos por mais de dois membros independentes.

No sentido de analisar os indicadores económico-financeiros foram calculadas as medidas estatísticas anuais mínimo, máximo, média e desvio padrão e relativamente às quais foi possível constatar que (Tabela 6):

- i. Em todos os anos existe uma dispersão muito elevada para qualquer um dos indicadores em análise, isto porque a diferença entre os valores mínimos e máximos é bastante elevada;
- ii. A Remuneração Fixa (RF) variou, em média entre 353 mil €, em 2011, e 333 mil €, em 2013. Uma vez que se registou uma diminuição no EBITDA também a remuneração foi mais baixa;
- iii. A Remuneração Total (RT) do CEO registou valores entre 526 mil €, em 2011, e 462 mil € em 2013, em média;
- iv. As Vendas e Prestações de Serviços variaram, em média entre 626 mil €, em 2011, e 471 mil €, em 2013;
- v. O Ebitda situou-se, em média entre 109 mil €, em 2012, e 99 mil €, em 2013, denunciando diminuição na produtividade e eficiência das empresas em estudo, o que constitui facto relevante para justificar a diminuição da remuneração do CEO na medida em que existe uma íntima relação entre ambas;
- vi. O EBIT ou Resultado Operacional variou, em média entre 72 mil €, em 2012, e 44 mil €, em 2013, tendo diminuído significativamente em 2011;
- vii. O Resultado antes do imposto (RAI) situou-se entre 36 mil €, em 2011, e 26 mil €, em 2012, em média com uma ligeira subida em 2013;
- viii. O Resultado Líquido do Período (RLP) variou entre 32 mil €, em 2013, e 22 mil €, em 2012, registando uma ligeira subida em 2011;
- ix. O Ativo variou entre 1 177 mil €, em 2011, e 783 mil € em 2013, em média;
- x. O Passivo apresentou valores, em média entre 922 mil €, em 2011, e 578 mil € em 2013;
- xi. O capital Próprio variou entre 304 mil €, em 2011, e 202 mil € em 2013, em média;
- xii. Agregação direta do RLP com todas as variações ocorridas em capitais próprios, não diretamente relacionadas com os detentores de capital, constitui o Rendimento Integral e que os três exercícios se fez variar, em média entre 4 mil € e -3 mil €.

Tabela 6: Resumo da estatística descritiva para os indicadores económico-financeiros, em 10³ €.

Indicadores	Ano 2011				Ano 2012				Ano 2013			
	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Remuneração fixa do CEO	0	1 070	353	226	0	1 070	340	236	0	1 070	333	230
Remuneração total CEO	0	1 798	526	449	0	1 716	498	463	0	2 535	462	484
Vendas/Prestações	54	6 000 742	626 353	1 445 463	-46	6 392 631	643 944	1 479 411	-47	4 821 341	470 767	950 703
EBITDA	-3 962	721 600	106 051	194 312	-5 562	764 600	109 885	208 395	-2 312	777 000	98 580	200 566
EBIT	-313 912	926 671	68 556	206 891	-178 334	926 000	72 312	204 985	-21 219	528 000	43 574	112 738
RAI	-53 434	531 100	35 863	112 508	-178 736	487 000	26 256	110 628	-150 394	503 000	27 088	108 672
RL	-53 470	422 912	28 075	88 132	-179 831	360 400	21 700	86 445	-150 764	464 020	31 779	111 824
Ativo	605	22 943 791	1 176 891	3 472 622	644	20 095 743	1 019 408	3 045 031	627	12 020 395	783 480	1 966 138
Passivo	323	19 200 985	921 875	2 868 972	349	17 241 698	850 070	2 578 478	326	10 153 580	577 562	1 579 604
Capital Próprio	-470 395	3 742 806	303 613	720 002	-408 727	2 854 044	240 958	548 647	-477 302	1 908 111	201 695	492 622
Rendimento Integral	-82 941	190 020	4 294	43 159	-179 831	214 919	-5 388	57 529	-373 039	428 985	-2 801	109 412

A informação supra e devidamente sistematizada e comentada a partir das Tabelas 5 e 6 permite concluir que:

- i. A política de remunerações é maioritariamente variável e com uma tendência crescente ao longo dos 3 anos em análise;
- ii. Como tal permite, a remuneração está indexada aos resultados;
- iii. Os níveis de desempenho tendem a reduzir ao longo do período, justificado pelos diferentes indicadores de resultados que denunciam redução na atividade, observada pela quebra nas vendas e prestação de serviços, e menores níveis de eficiência e produtividade, traduzidos na redução do Ebitda, resultado operacional e resultado líquido; e
- iv. A conjugação destes factos justifica a diminuição das remunerações pela relação que parece existir entre política de remunerações e resultados.

2.6.3. Comportamento entre os indicadores económico-financeiros e as variáveis

Após a realização da análise descritiva exploratória foi ainda propósito do presente estudo verificar o comportamento entre os indicadores económico-financeiros e as variáveis em estudo (o modelo de CG, a dimensão do CA, independências dos membros do CA, o Presidente do CA, Independência do CEO, o setor de atividade e a política de remuneração) de forma a explorar a informação e proceder à validação das hipóteses de investigação. Para tal, apresentam-se tabelas de dupla entrada para melhor observar esse comportamento.

De salientar que para o tratamento da variável Modelo de CG apenas se teve em consideração os modelos Latino/monista e Anglo-saxónico, uma vez que o modelo Germânico, por estar a ser utilizado por apenas 4 empresas, não é expressivo (este número) no total da amostra.

Deste modo, do cruzamento da variável Modelo de CG e os indicadores financeiros Ativo, Passivo, Capital Próprio e Resultado Integral e verificou-se que (Tabela 7):

- i. As empresas com o Ativo superior a 5 501 milhões €, 72,4% adotavam o modelo de CG Latino/monista e 54,3% adotavam o modelo Anglo-saxónico, ainda assim, a análise dos dados estatísticos indicou que 10,5% das empresas com o Ativo inferior a 1 milhão € adotavam o modelo Latino/monista e 28,6% o modelo Anglo-saxónico. Nestes termos, e considerando que o indicador “Ativo” resulta da combinação dos recursos controlados pela entidade como resultado de eventos passados e dos quais se espera que fluam ou resultem, no futuro, em benefícios económicos para a entidade, o Ativo compreende o conjunto de recursos financeiros e económicos que são administrados de forma a gerar mais recursos financeiros e económicos nas empresas que adotam o modelo Latino/monista;

- ii. Das empresas com o Passivo superior a 5 501 milhões €, 67,6% das mesmas adotavam o modelo Latino/monista e 51,4% o modelo Anglo-saxónico. Observou-se também que para as empresas com o Passivo inferior a 1 milhão € cerca de 37,1% das empresas adotavam o modelo Anglo-saxónico e 13,3% o modelo Latino/monista. Segundo a análise dos dados pode dizer-se que os fundos obtidos externamente pela empresa, quer seja através de empréstimos, ou através do diferimento de pagamentos (aos fornecedores, ao Estado) são mais elevados em empresas que adotam o modelo Latino/monista do que em empresas que adotam o modelo Anglo-saxónico.
- iii. Em relação às empresas com o Capital Próprio superior a 5 501 milhões €, 50,5% adotavam o modelo Latino/monista e 37,1% o modelo Anglo-saxónico. Observou-se também que em empresas com o Capital Próprio inferior a 1 milhão € 60,0% adotava o modelo Anglo-saxónico e 31,4% o Latino/monista. Podendo, daqui, depreender-se que o valor do investimento realizado pelos proprietários adicionado dos lucros (ou deduzido de eventuais prejuízos) obtidos ao longo dos exercícios passados e do exercício corrente é maior em empresas que adotam o modelo Latino/monista e menor em empresas que adotam o modelo Anglo-saxónico.
- iv. No que respeita ao Rendimento Integral, quando superior a 5 501 milhões € foi possível identificar que 9,5% adotavam o modelo Latino/monista e 2,9% adotavam modelo Anglo-saxónico. Ainda foi possível observar que das empresas com o Rendimento Integral inferior a 1 milhão €, 88,6% adotavam modelo Anglo-saxónico e 82,9% o modelo Latino/monista. Pode dizer-se que a capacidade de agregação direta do resultado líquido do período com todas as variações ocorridas em capitais próprios, não diretamente relacionadas com os detentores de capital, é maior em empresas que adotam o modelo Latino/monista menor em empresas que adotam modelo Anglo-saxónico.

Em jeito de síntese, a análise desenvolvida à Tabela 7 põe em evidência que o volume de ativo, de passivo, do valor de capital investido e retido e a habilidade ou capacidade para agregar valor em resultado de operações estabelecidas ente a empresa e os seus investidores é maior nas empresas que adotam o modelo Latino/monista e menor nas empresas que adotam o modelo Anglo-saxónico.

Tabela 7: Modelos de CG vs Indicadores económico-financeiros (continua).

Indicadores	Modelos de CG			
	Anglo-saxónico		Latino/monista	
	n	%	n	%
Ativo, 10⁶ €				
Inferior a 1000	10	28,6	11	10,5
1001-2500	6	17,1	9	8,6
2501-4000	-	-	4	3,8
4001-5500	-	-	5	4,8
Superior a 5501	19	54,3	76	72,4
<i>Total</i>	<i>35</i>	<i>100</i>	<i>105</i>	<i>100</i>

Tabela 7: Modelos de CG vs Indicadores económico-financeiros (continuação).

Indicadores	Modelos de CG			
	Anglo-saxónico		Latino/monista	
	n	%	n	%
Passivo, 10⁶ €				
Inferior a 1000	13	37,1	14	13,3
1001-2500	3	8,6	8	7,6
2501-4000	1	2,9	6	5,7
4001-5500	-	-	6	5,7
Superior a 5501	18	51,4	71	67,6
<i>Total</i>	35	100	105	100
Capital Próprio, 10⁶ €				
Inferior a 1000	21	60,0	33	31,4
1001-2500	1	2,9	6	5,7
2501-4000	-	-	9	8,6
4001-5500	-	-	4	3,8
Superior a 5501	13	37,1	53	50,5
<i>Total</i>	35	100	105	100
Rendimento integral, 10⁶ €				
Inferior a 1000	31	88,6	87	82,9
1001-2500	2	5,7	2	1,9
2501-4000	1	2,9	2	1,9
4001-5500	-	-	4	3,8
Superior a 5501	1	2,9	10	9,5
<i>Total</i>	35	100	105	100

O CA é um dos componentes mais importantes do CG (Lin, 2011) e a sua dimensão um aspeto fundamental porque traduz a capacidade que a empresa tem para acompanhar e controlar as suas atividades de gestão (Fama & Jensen, 1980). Neste sentido, ainda que de forma implícita, a teoria parece querer assumir a existência de uma eventual relação entre a dimensão do CA e o desempenho da empresa. Deste modo, na Tabela 8 reflete-se o cruzamento entre a variável “Dimensão do CA” e os indicadores económico-financeiros (Vendas/Prestação serviços, EBITDA, EBIT, RAI e RLP) e verificando-se que:

- i. Das empresas com as Vendas/Prestações de Serviços superiores a 5 501 milhões €, 71,2% tinham o CA constituídos entre 6 a 10 membros. As empresas com as Vendas/Prestações de Serviços inferiores a 1 milhão € 25,4% também tinham os seus CA formados entre 6 a 10 membros;
- ii. Para um EBITDA entre 4001-5500 milhões €, 73,3% tinham o CA composto por um número de membros entre 11 a 15 e que com o Ebitda inferior a 1 milhão €, 44,8% tinham o CA formado entre 6 a 10 membros;
- iii. Nas empresas onde o EBIT é superior a 5 501 milhões €, 43,8% tinham o CA composto por 11 a 15 membros. Ainda assim, para as empresas com o Ebit inferior a 1 milhão € 66,1% tinham o CA formado entre 6 a 10 membros.

- iv. Empresas com um Rendimento Antes dos Juros (RAI) superior a 5 501 milhões €, 37,5% tinham o CA composto por 11 a 15 membros e que quando o RAI é inferior a 1 milhão €, 86,4% das empresas tinham o CA constituído por um número de membros entre 6 a 10;
- v. As empresas com um RLP superior a 5 501 milhões €, 40,6% tinham o CA composto por 11 a 15 membros e que com um RL inferior a 1 milhão €, 88,1% das empresas tinham o seu CA formado por 6 a 10 membros.

Tabela 8: Dimensão do CA vs Indicadores económico-financeiros.

Indicadores	Dimensão do CA (n.º de membros)									
	Inferior a 5		Entre 6 - 10		Entre 11 - 15		Entre 16 - 20		Superior a 21	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Vendas/Prestações de Serviços, 10⁶ €										
Inferior a 1000	5	20,8	15	25,4	12	37,5	6	54,5	10	55,6
1001-2500	3	12,5	2	3,4	1	3,1	3	27,3	3	16,7
2501-4000	3	12,5	-	-	-	-	-	-	-	-
4001-5500	3	12,5	-	-	-	-	-	-	-	-
Superior a 5501	10	41,7	42	71,2	19	59,4	2	18,2	5	27,8
<i>Total</i>	<i>24</i>	<i>100</i>	<i>59</i>	<i>100</i>	<i>32</i>	<i>100</i>	<i>11</i>	<i>100</i>	<i>18</i>	<i>100</i>
EBITDA, 10⁶ €										
Inferior a 1000	16	76,2	26	44,8	3	10,0	8	72,7	15	100
1001-2500	3	14,3	11	19,0	4	13,3	-	-	-	-
2501-4000	-	-	7	12,1	1	3,3	-	-	-	-
4001-5500	2	9,5	14	24,1	22	73,3	3	27,3	-	-
Superior a 5501	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Total</i>	<i>21</i>	<i>100</i>	<i>58</i>	<i>100</i>	<i>30</i>	<i>100</i>	<i>11</i>	<i>100</i>	<i>15</i>	<i>100</i>
EBIT, 10⁶ €										
Inferior a 1000	21	87,5	39	66,1	14	43,8	9	81,8	16	88,9
1001-2500	1	4,2	18,6	18,6	3	9,4	-	-	-	-
2501-4000	-	-	4	6,8	1	3,1	-	-	-	-
4001-5500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Superior a 5501	2	8,3	5	8,5	14	43,8	2	18,2	2	11,1
<i>Total</i>	<i>24</i>	<i>100</i>	<i>59</i>	<i>100</i>	<i>32</i>	<i>100</i>	<i>11</i>	<i>100</i>	<i>18</i>	<i>100</i>
RAI, 10⁶ €										
Inferior a 1000	21	87,5	51	86,4	17	53,1	9	81,8	16	89,9
1001-2500	1	4,2	5	8,5	2	6,3	-	-	-	-
2501-4000	-	-	-	-	1	3,1	-	-	-	-
4001-5500	1	4,2	-	-	-	-	1	9,1	-	-
Superior a 5501	1	4,2	3	5,1	12	37,5	1	9,1	2	11,1
<i>Total</i>	<i>24</i>	<i>100</i>	<i>59</i>	<i>100</i>	<i>32</i>	<i>100</i>	<i>11</i>	<i>100</i>	<i>18</i>	<i>100</i>
RL, 10⁶ €										
Inferior a 1000	20	83,3	52	88,1	18	56,3	9	81,8	16	79,9
1001-2500	1	4,2	2	3,4	1	3,1	-	-	-	-
2501-4000	1	4,2	-	-	-	-	1	9,1	-	-
4001-5500	1	4,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Superior a 5501	1	4,2	5	8,5	13	40,6	1	9,1	2	11,1
<i>Total</i>	<i>24</i>	<i>100</i>	<i>59</i>	<i>100</i>	<i>32</i>	<i>100</i>	<i>11</i>	<i>100</i>	<i>18</i>	<i>100</i>

Tendo por base o anteriormente referido torna-se evidente que o volume de atividade (vendas e/ou prestação de serviços) parece não estar relacionado com a dimensão do CA, ou seja, que não há relação entre a dimensão do CA e o volume de negócios. Porém, o mesmo não se verifica relativamente aos indicadores EBITDA; EBIT, RAI e RL, que tendem a aumentar para CA com a diminuição da dimensão do CA, ou seja, quanto mais reduzido o número de membros do CA melhor performance apresenta a empresa. Ou seja, conclui-se pela existência de uma relação inversa entre a performance e a dimensão do CA.

De recordar que a teoria não é consensual a este respeito. Há autores que defendem que quanto maior a dimensão do CA melhor é o desempenho das empresas (Reis (2014) outros há que defendem o contrário, ou seja, a existência de uma relação inversa com base no argumento de que um CA de pequena dimensão tem mais vantagens, desde logo uma menor probabilidade de desentendimento, de falta de coesão ou de desmotivação individual (Rodrigues, 2012), de aumento de conflitos, de custos e de uma maior probabilidade de retardar ou dilatar o processo de tomada de decisão (Augustinho & Canadas, 2010). Na mesma linha de raciocínio se apresentam Jensen (1993) e Rodrigues (2012), que defendem existir uma maior possibilidade de melhoria ao nível do desempenho de uma empresa nas situações que o CA se mantém em pequena dimensão porque quando este (CA) ultrapassa uma dimensão considerada moderada, mais de 7 a 8 administradores, existem maiores dificuldades para desempenhar as suas funções de forma eficaz.

O quadro responsável pela gestão das diferentes atividades numa empresa é composto por executivos e demais membros do órgão de administração (Medeiros, Serra & Ferreira, 2011). Por sua vez, há quem defenda que a gestão de topo é um recurso estratégico e decisivo no desempenho de uma empresa pelo que este (o desempenho) corresponde à representação das características inerentes ao CEO e à forma como este (CEO) estabelece relações sociais com a sua equipa de executivos (Garcia, Gomes & Monte, 2015). A figura do CEO dispõe de numerosas funções de impacto, enquanto representante e responsável pelas principais decisões na empresa (Messersmith, Lee & Guthrie, 2013). Neste sentido, parece poder deduzir-se que as funções que são atribuídas aos diferentes membros do CA influenciam criticamente o sucesso de uma empresa (Hsu & Wu, 2013). Em concordância, procedeu-se ao cruzamento da variável “Independência de Membros do CA” e os indicadores económico-financeiros e, em resultado disso, apresentam-se na Tabela 9 as informações sobre o que foi possível verificar que:

- i. Nas empresas com as Vendas/Prestações de Serviços superiores a 5 501 milhões €, 69,4% tinham no seu CA entre 2 a 4 membros Independentes e que para as empresas com as Vendas/Prestações de Serviços inferiores a 1 milhão €, 38,1% das empresas tinham pelo menos 1 membro independente no CA;
- ii. Das empresas com o EBITDA entre 4001-5500 milhões €, 42,6% apresentavam no CA entre 2 a 4 membros Independentes e que as empresas com o EBITDA inferior a 1 milhão €, 50,0% tinham pelo menos 1 membro independente no CA;

iii. Em relação as empresas com um RAI superior a 5 501 milhões €, 22,4% tinham no seu CA 2- 4 membros Independentes e que em 90,5% das empresas onde o RAI foi inferior a 1 milhão € tinham no CA pelo menos 1 membro independente no CA;

iv. Nas empresas com um RLP superior a 5 501 milhões € pode observar-se que 22,4% tinham no seu CA entre 2 a 4 membros Independentes e que 87,3% das empresas com um RL inferior a 1 milhão € tinham pelo menos 1 membro independente no CA.

Tabela 9: Independência dos Membros do CA vs Indicadores económico-financeiros.

Indicadores	Independência de Membros do CA (n.º de membros)									
	Inferior a 1		Entre 2 - 4		Entre 5 - 7		Entre 8 - 10		Superior a 11	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Vendas/Prestações de Serviços, 10⁶ €										
Inferior a 1000	24	38,1	12	24,5	7	33,3	3	42,9	1	33,3
1001-2500	4	6,3	2	4,1	2	9,5	2	28,6	2	66,7
2501-4000	-	-	1	2,0	2	9,5	-	-	-	-
4001-5500	3	4,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Superior a 5501	32	50,8	34	69,4	10	47,6	2	28,6	-	-
<i>Total</i>	63	100	49	100	21	100	7	100	3	100
EBITDA, 10⁶ €										
Inferior a 1000	28	50,0	14	29,8	15	71,4	7	100,0	3	100,0
1001-2500	11	19,6	7	14,9	-	-	-	-	-	-
2501-4000	2	3,6	6	12,8	-	-	-	-	-	-
4001-5500	15	26,8	20	42,6	6	28,6	-	-	-	-
Superior a 5501										
<i>Total</i>	56	100	47	100	21	100	7	100	3	100
RAI, 10⁶ €										
Inferior a 1000	57	90,5	32	65,3	15	71,4	6	85,7	3	100
1001-2500	1	1,6	6	12,2	1	4,8	-	-	-	-
2501-4000	1	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-
4001-5500	1	1,6	-	-	1	4,8	-	-	-	-
Superior a 5501	3	4,8	11	22,4	4	19,0	1	14,3	-	-
<i>Total</i>	63	100	49	100	21	100	7	100	3	100
RL, 10⁶ €										
Inferior a 1000	55	87,3	36	73,5	14	66,7	6	85,7	3	10-
1001-2500	2	3,2	2	4,1	-	-	-	-	-	-
2501-4000	1	1,6	-	-	1	4,8	-	-	-	-
4001-5500	1	1,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Superior a 5501	4	6,3	11	22,4	6	28,6	1	14,3	-	-
<i>Total</i>	63	100	49	100	21	100	7	100	3	100

Estes resultados levam a concluir que os indicadores económico-financeiros relacionados com o volume de atividade (vendas e/ou prestação de serviços) tendem a ser melhores nas empresas que apresentam um número maior de elementos independentes no CA, pelo menos entre 2-4

elementos independentes. Para os demais indicadores, EBITDA, RAI e RL, esta relação parece não se verificar na mesma proporção. Assim, e ainda que o Ebitda se apresente como um indicador que mede o desempenho empresarial, ou seja, um agregado do resultado muito utilizado para medir a origem e composição dos resultados das operações sem os efeitos das decisões de financiamento, sendo esta a componente (financiamento) que o permite distinguir do agregado RAI, os resultados obtidos não nos permitem retirar ou estabelecer qualquer relação a este respeito. Contudo, estes resultados não deixam, por isso, de estar em linha com a teoria que se apresenta, se não omissa, pelo menos vaga e suficientemente genérica, ao referir que as funções dos elementos do CA têm impacto no desempenho da empresarial (Garanina et al., 2014), que a forma como estabelecem as suas relações sociais pode influenciar diretamente as decisões estratégicas e com implicações nos resultados (Messersmith et al., 2013), ou, ainda, que o CA de uma empresa, porque toma decisões que auxiliam na definição de estratégias empresariais e na promulgação de metas e objetivos da empresa, tem responsabilidade e potencial para alterar o desempenho empresarial (Core & Guay, 2010; Messersmith et al., 2013).

O CA tem a competência de gerir as atividades da empresa, pelo que a delegação de funções numa comissão executiva (CE) é não raramente vista como uma boa solução e, inclusive, como uma prática recomendável e, conseqüentemente, fortemente apontada como um aspeto favorável ao desempenho empresarial (IPGC, 2011). Referimo-nos, em concreto, à opção de separar as funções de Presidente do CA das de CEO. A informação apresentada na Tabela 10 refere-se ao cruzamento da variável Presidente do CA e os indicadores económico-financeiros, com o objetivo de identificar algum tipo de tendência ou relação entre a existência ou a não existência de separação de funções e os indicadores de desempenho tendo-se verificando que:

- i. Cerca de 52% das empresas em que as Vendas/Prestações de Serviços foram superiores a 5 501 milhões € tinham o Presidente do CA como um membro executivo, ou seja, que exercia também a função de CEO. Por outro lado, nas empresas onde as Vendas/Prestações de Serviços se situaram abaixo de 1 milhão €, 40,9% dessas empresas também tinham o Presidente do CA como um membro executivo, isto é, que exercia igualmente a função de CEO;
- ii. Das empresas com o EBITDA superior a 5 501 milhões €, 28,6% tinham o Presidente do CA como não executivo e não independente e em empresas com o EBITDA inferior a 1 milhão €, 88,6% tinham o Presidente do CA como um membro executivo, que o mesmo é dizer também exercia a função de CEO;
- iii. As empresas com um RAI superior a 5 501 milhões, 11,4% tinham o Presidente do CA como um membro executivo, ou seja, que exercia também a função de CEO, e que 88,6% das empresas com um RAI inferior a 1 milhão € também tinham o Presidente do CA como membro executivo, isto é, exercendo em simultâneo a função de CEO;
- iv. Nas empresas com um RLP superior a 5 501 milhões €, em 11,4% o Presidente do CA estava como membro executivo, exercendo em simultâneo a função de CEO e em 84,1% das empresas com um RL inferior a 1 milhão € o Presidente do CA surge também como membro executivo.

Tabela 10: Independência do CEO vs Indicadores económico-financeiros.

Indicadores	Presidente do CA											
	Executivo		Executivo Independente		Executivo não independente		Não executivo		Não executivo independente		Não executivo não independente	
	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%	n	%
Vendas/Prestações de Serviços, 10⁶€												
Inferior a 1000	18	40,9	-	-	9	36,0	7	26,9	14	53,8	-	-
1001-2500	2	4,5	-	-	3	12,0	5	19,2	2	7,7	-	-
2501-4000	1	2,3	2	100,0	-	-	-	-	-	-	-	-
4001-5500	-	-	-	-	1	4,0	-	-	2	7,7	-	-
Superior a 5501	23	52,3	-	-	12	48,0	14	53,8	8	30,8	21	100
<i>Total</i>	<i>44</i>	<i>100</i>	<i>2</i>	<i>100</i>	<i>25</i>	<i>100</i>	<i>26</i>	<i>100</i>	<i>26</i>	<i>100</i>	<i>21</i>	<i>100</i>
EBITDA, 10⁶ €												
Inferior a 1000	39	88,6	2	100,0	15	60,0	14	53,8	21	80,8	8	38,1
1001-2500	-	-	-	-	7	28,0	1	3,8	3	11,5	4	19,0
2501-4000	-	-	-	-	2	8,0	-	-	-	-	3	14,3
4001-5500	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Superior a 5501	5	11,4	-	-	1	4,0	11	42,3	2	7,7	6	28,6
<i>Total</i>	<i>44</i>	<i>100</i>	<i>2</i>	<i>100</i>	<i>25</i>	<i>100</i>	<i>26</i>	<i>100</i>	<i>26</i>	<i>100</i>	<i>21</i>	<i>100</i>
RAI, 10⁶ €												
Inferior a 1000	39	88,6	2	100,0	22	88,0	16	61,5	24	92,3	11	52,2
1001-2500	-	-	-	-	2	8,0	1	3,8	-	-	5	23,8
2501-4000	-	-	-	-	-	-	1	3,8	-	-	-	-
4001-5500	0	-	-	-	-	-	1	3,8	-	-	1	4,8
Superior a 5501	5	11,4	-	-	1	4,0	7	26,9	2	7,7	4	19,0
<i>Total</i>	<i>44</i>	<i>100</i>	<i>2</i>	<i>100</i>	<i>24</i>	<i>100</i>	<i>26</i>	<i>100</i>	<i>26</i>	<i>100</i>	<i>21</i>	<i>100</i>
RL, 10⁶ €												
Inferior a 1000	37	84,1	2	100	23	92,0	15	57,7	24	92,3	14	66,7
1001-2500	1	2,3	-	-	1	4,1	-	-	-	-	2	9,5
2501-4000	-	-	-	-	-	-	1	3,8	-	-	1	4,8
4001-5500	1	2,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Superior a 5501	5	11,4	-	-	1	4,0	10	38,5	2	7,7	4	19,0
<i>Total</i>	<i>44</i>	<i>100</i>	<i>2</i>	<i>100</i>	<i>23</i>	<i>100</i>	<i>26</i>	<i>100</i>	<i>26</i>	<i>100</i>	<i>21</i>	<i>100</i>

Ainda, tendo por base a informação anterior, os resultados parecem querer indicar a existência de uma relação entre a independência do Presidente do CA e o desempenho empresarial, mais concretamente com o indicador EBITDA. Podemos assim dizer que estes resultados se encontram em concordância com a teoria. Por exemplo, Cunha e Martins (2007) vêm defendendo que as empresas que separam as funções de presidente do CA e CEO obtêm, em média, um melhor desempenho. A dualidade de instâncias de decisão, que supõe existir quando há efetiva a separação dos cargos de presidente do CA e de CEO é apontada como um procedimento adequado para fazer diminuir a concentração de poder e que, simultaneamente, tem capacidade

para funcionar como ferramenta dissuasora de práticas menos corretas por parte daqueles que controlam (gerem) as empresas (Matos & Gois, 2013), o que equivale por dizer que, de um modo geral, a independência do Presidente do CA tem influência nos indicadores de desempenho empresarial.

Os elementos fundamentais de um sistema de remuneração são, por um lado, a remuneração fixa (funcional, por competências ou por habilidades) e, por outro lado, a remuneração variável (ou de desempenho) e as formas especiais (em função de resultados alcançados) (Wood & Picarelli, 2004). Segundo Rodrigues (2014), a remuneração é uma das ferramentas que permite alinhar os objetivos dos gestores com os dos acionistas, pelo que um sistema de remuneração baseado no desempenho facilita não só o alinhamento de interesses de gestores e dos diversos *stakeholders* como permite diminuir o conflito entre a gestão e os investidores e concorre, também, para aumentar o empenho dos gestores na criação de valor uma vez que estarão a aumentar as suas compensações remuneratórias (Rodrigues, 2014). Há, pois, uma certa corrente que corrobora a hipótese de que é benéfico para as empresas que a remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, dependa dos resultados da sociedade (Cunha & Martins, 2007). Deste modo, produziu-se a informação que se apresenta na Tabela 11, Política de Remuneração e os indicadores económico-financeiros, e verificou-se que:

- i. As empresas com as Vendas/Prestações de Serviços superiores a 5 501 milhões €, 57,1% adotavam apenas a remuneração fixa e 54,3% a remuneração fixa/variável. Para as empresas com Vendas/Prestações de Serviços inferior a 1 milhão €, 42,9% adotavam a remuneração fixa e 31,8% a remuneração fixa/variável;
- ii. As empresas com o EBITDA entre 4001-5500 milhões €, 31,8% tinham uma política de remuneração fixa/variável e em empresas com o EBITDA inferior a 1 milhão € 64,3% adotavam a remuneração fixa e 48,3% a remuneração fixa/variável.
- iii. Das empresas com o EBIT superior a 5 501 milhões €, 17,8% adotavam a remuneração fixa/variável e em empresas com o EBIT inferior a 1 milhão € 85,7% adotavam apenas a remuneração fixa;
- iv. Nas empresas com o RL superior a 5 501 milhões € 16,3% adotavam a remuneração fixa/variável e das empresas com o RL inferior a 1 milhão € 85,7% adotavam apenas a remuneração fixa.

Estes resultados não nos permitem estabelecer qualquer relação entre a existência de uma política de remunerações variável e/ou com componente variável e o desempenho empresarial. Neste sentido, não se apresentam completamente em linha com a teoria mas também não a contradizem na medida em que não há consenso a este respeito. Há quem defenda que quando a remuneração dos diretores executivos está vinculada aos resultados das empresas o seu desempenho financeiro é cada vez melhor (Cunha & Martins, 2007), ou que as várias formas de limitar a remuneração pode levar a consequências indesejáveis (Ingolf, Ernst & Dan, 2011), ou ainda, que existe uma relação forte entre o desempenho e a RT porque esta leva a uma seleção e

retenção dos gestores mais capacitados e motivados (Rodrigues, 2014). Ou seja, que as limitações ao nível da remuneração se poderão traduzir em dificuldades para a empresa manter o nível de gestão enfrentando, como consequência, fracos desempenhos, traduzidos em baixo valor nos mercados e perda de competitividade em relação a empresas de outros países onde não se verifiquem restrições salariais do CEO, Porém, e não obstante a componente variável da remuneração apresentar algumas vantagens para a gestão, não está isenta de desvantagens para a empresa porque os gestores menos escrupulosos poderão sempre manipular, para além de que uma remuneração com uma componente maioritariamente fixa poderá atrair os gestores menos competentes e levar os mais competentes a assumirem comportamentos negligentes e de falta de interesse por falta de incentivo (Rodrigues, 2014; Nunes, 2014).

Tabela 11: Política de Remuneração vs Indicadores económico-financeiros.

Indicadores	Política de Remuneração			
	Fixa		Fixa/Variável	
	n	%	n	%
Vendas/Prestações de Serviços, 10⁶ €				
Inferior a 1000	6	42,9	41	31,8
1001-2500	-	-	12	9,3
2501-4000	-	-	3	2,3
4001-5500	-	-	3	2,3
Superior a 5501	8	57,1	70	54,3
<i>Total</i>	<i>14</i>	<i>100</i>	<i>129</i>	<i>100</i>
EBITDA, 10⁶ €				
Inferior a 1000	9	64,3	58	48,3
1001-2500	3	21,4	15	12,5
2501-4000	-	-	8	6,7
4001-5500	2	14,3	39	32,5
Superior a 5501				
<i>Total</i>	<i>14</i>	<i>100</i>	<i>120</i>	<i>100</i>
EBIT, 10⁶ €				
Inferior a 1000	12	85,7	86	66,7
1001-2500	-	-	15	11,6
2501-4000	-	-	5	3,9
4001-5500				
Superior a 5501	2	14,3	23	17,8
<i>Total</i>	<i>14</i>	<i>100</i>	<i>123</i>	<i>100</i>
RL, 10⁶ €				
Inferior a 1000	12	85,7	102	79,1
1001-2500	-	-	4	3,1
2501-4000	1	7,1	1	0,8
4001-5500	-	-	1	0,8
Superior a 5501	1	7,1	21	16,3
<i>Total</i>	<i>14</i>	<i>100</i>	<i>129</i>	<i>100</i>

2.6.4. Validação das hipóteses de investigação

No presente ponto pretende-se dar resposta a cada uma das hipóteses de investigação fixadas anteriormente, ponto 2.2., e que suportam o principal objetivo do presente estudo.

Assim, cabe referir que se vai utilizar o teste paramétrico *t-Student* para duas amostras independentes no sentido de verificar se o desempenho médio utilizando o modelo de CG Anglo-saxónico é igual ao desempenho médio utilizando o modelo de CG Latino/monista. Verificaram-se os pressupostos para a utilização do teste, nomeadamente que a distribuição da média amostral segue a distribuição normal e a homogeneidade das variâncias por amostra independente (modelo de CG Anglo-saxónico e modelo de CG Latino/monista) em estudo relativamente à variável desempenho também foi garantida.

Para analisar a associação entre variáveis qualitativas, atendendo à sua natureza, vão ser aplicados os testes não paramétricos de associação, designadamente o *V de Cramer* e *Phi*, tal como já se explicou no ponto 2.4. do presente trabalho.

Neste sentido, as variáveis utilizadas foram, por um lado, o modelo de CG (modelo de CG Anglo-saxónico e modelo de CG Latino/monista), a dimensão do CA, independência dos seus membros, o Presidente do CA, Independência do CEO, a política de remuneração e o setor de atividade e, por outro, utilizou-se o EBITDA como indicador que mede o desempenho empresarial, tal como já tinha sido referido e explicado no ponto 2.4.3 da presente investigação.

Em toda a análise, para a tomada de decisão de validação ou não da hipótese de investigação em estudo assumiu-se um nível de significância de 5%.

Na Tabela 12 apresentam-se os resultados obtidos para cada hipótese de investigação fixada.

Tabela 12: Resultado dos testes estatísticos para a validação das hipóteses de investigação.

Hipóteses de Investigação	Teste	Valor do teste	Valor de prova
<i>HI₁: Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial</i>	<i>Phi</i>	0,31	0,722
<i>HI₂: Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização do modelo de CG</i>	<i>t-Student</i>	2,175	0,035
<i>HI₃: Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial</i>	<i>V de Cramer</i>	0,383	<0,001
<i>HI₄: Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial</i>	<i>V de Cramer</i>	0,259	0,007
<i>HI₅: Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial</i>	<i>V de Cramer</i>	0,316	< 0,001
<i>HI₆: Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial</i>	<i>Phi</i>	0,098	0,259
<i>HI₇: Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial</i>	<i>Phi</i>	0,324	0,003
<i>HI₈: Existe uma independência entre as variáveis sector de atividade e o desempenho empresarial</i>	<i>V de Cramer</i>	0,641	< 0,001

Com o propósito de dar resposta à 1.^a hipótese de investigação “*Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial*”, pode verificar-se pelos resultados obtidos (Tabela 12) que o coeficiente de correlação de *Phi* obtido foi de 0,31 com um valor de prova de 0,722. Deste modo, pode concluir-se que existe uma associação positiva e direta entre a variável modelo de CG e o EBITDA, embora fraca. Esta associação não é estatisticamente significativa (valor de prova superior ao nível de significância de 0,05) logo o modelo de CG encontra-se associado com o desempenho empresarial (EBITDA) mas não se valida a hipótese pois o valor de prova não é significativo. Este resultado está consonante com os estudos de Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), Cunha e Martins (2007), Reis (2013) e Ferreira, (2013). Estes autores constataram a existência de uma associação positiva direta, mas não estatisticamente significativa, entre a variável modelos de CG e o desempenho empresarial (EBITDA).

Para a 2.^a hipótese de investigação “*Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização Modelo de CG*”, recorreu-se ao teste de *t-Student* (Tabela 12) onde se pode concluir que existem evidências estatísticas suficientes para afirmar a presença de diferenças estatisticamente significativas relativamente ao desempenho empresarial tendo por base o tipo de Modelo de CG utilizado (modelo de CG Anglo-saxónico ou modelo de CG Latino/monista). Isto é, o desempenho empresarial médio utilizando o modelo de CG Anglo-

saxónico é diferente do desempenho empresarial médio utilizando o modelo de CG Latino/monista. Este resultado está conforme com o obtido por Garner e Kim (2010), Piccoli, Sousa e Silva (2014) e Ferreira (2013), que têm constatado a existência de diferenças estatisticamente significativas relativamente à variável desempenho empresarial e a utilização de modelos de CG. Pelo apresentado valida-se a hipótese de investigação.

Tendo por base a informação apresentada na Tabela 12 para dar resposta à 3.^a hipótese de investigação “*Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial*”, utilizou-se o teste *V de Cramer*. O valor obtido para o teste foi de 0,383 (valor de prova inferior a 0,001), o que leva a concluir que existe uma associação moderada, positiva e direta entre a variável dimensão do CA e o desempenho empresarial, estatisticamente significativa (valor de prova inferior ao nível de significância assumido), pelo que se corrobora a hipótese de investigação mas não a teoria, que defende que não existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial (Morck et al., 2005, Cunha & Martins, 2007 e Azevedo, 2013). Assim, os estudos divergem e apresentam resultados que são justificados pelo fato de encontrarem evidências empíricas sobre o efeito negativo do número de membros do conselho de administração no desempenho no caso das empresas cotadas. Os argumentos de eficiência, flexibilidade, comunicação e coordenação parecem ter mais importância do que os prováveis benefícios resultantes da supervisão e controlo efetuados por CA com mais diretores.

Com o objetivo de dar resposta à 4.^a hipótese de investigação “*Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial*”, utilizou-se o teste *V de Cramer* e obteve-se um valor de 0,259 (valor de prova de 0,007) (Tabela 12). Pode, então, dizer-se que existe uma associação fraca, positiva e direta, estatisticamente significativa, confirmando-se a hipótese de investigação. Conclui-se, assim, que existem evidências estatísticas suficientes para afirmar que o número de membros independentes no CA se encontra associado positivamente com o desempenho empresarial (EBITDA). Este resultado vai de encontro ao já obtido por diferentes autores (e.g., Silva et al., 2006; Prado et al., 2009; Michelon & Parbonetti, 2010; CMVM, 2013b; Piccoli et al. 2014, Hsu & Wu, 2013) que têm constatado a existência de uma associação positiva direta e estatisticamente significativa entre a variável número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial (EBITDA).

Pretendendo-se dar resposta à 5.^a hipótese de investigação “*Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial*”, analisou-se o grau de associação entre as duas variáveis (Tabela 12). Obteve-se, assim, para o teste *V de Cramer* um valor de 0,547 (valor de prova inferior a 0,001), permitindo afirmar a existência de uma associação forte, positiva e direta, estatisticamente significativa, entre a variável existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial (EBITDA). Os autores Cunha e Martins (2007), Prado et al. (2009), e Michelon e Parbonetti (2010), também observaram, nos seus estudos, a existência de uma associação entre as duas variáveis em estudo. A hipótese de investigação é validada.

A 6.^a hipótese de investigação “*Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial*”, vem respondida pelo valor obtido através da aplicação do teste de associação de *Phi* (Tabela 12). Assim, obteve-se um valor para o grau de associação de 0,098 (valor de prova de 0,259), podendo-se concluir que não existem evidências estatísticas suficientes para afirmar a existência de uma associação positiva entre as variáveis política de remuneração e o desempenho empresarial. Desta forma não se corrobora a hipótese de investigação, porém pode observar-se que existe uma associação positiva. Este resultado está consonante com o obtido em alguns estudos dos autores Fernandes (2005), Miles e Miles (2013), Rodrigues (2014), que constataram a não há existência de uma associação positiva direta e estatisticamente significativa entre a variável Política de Remuneração e o desempenho empresarial mas que na maior parte das vezes remunerações dos executivos encontra-se mais relacionada com a dimensão das empresas do que propriamente com os seus desempenhos.

Para dar resposta à 7.^a hipótese de investigação “*Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial*”, aplicou-se o teste de *Phi*. Tal como se pode observar, pelos valores apresentados na Tabela 12, obteve-se um grau de associação de 0,324, com um valor de prova inferior ao nível de significância assumido de 5%. Neste caso, pode concluir-se que existe uma associação moderada, positiva, direta e estatisticamente significativa, entre a variável independência do CEO e o desempenho empresarial. Assim, pode afirmar-se que se corrobora a hipótese de investigação. De salientar que, a conclusão que se extraiu no presente trabalho vai de encontro a outros estudos já realizados (e.g., Cunha & Martins, 2007; Core & Guay, 2010; Garanina et al., 2014; Messersmith et al., 2013) onde demonstraram que a variável independência do CEO e o desempenho empresarial encontram-se associadas.

Por último, para responder à 8.^a hipótese de investigação onde se pretendia ver se “*Existe uma independência entre as variáveis sector de atividade e o desempenho empresarial*”, utilizou-se o teste *V de Cramer*, (Tabela 12). O valor obtido para o teste foi de 0,641 (valor de prova inferior a 0,001) o que leva a concluir que existem evidências estatísticas significativas para afirmar que existe uma associação forte, positiva e direta entre a variável sector de atividade e o desempenho empresarial (EBITDA). Todavia, a hipótese de investigação não é corroborada uma vez que não se pode concluir pela independência entre as variáveis em análise. Este resultado não vai de encontro com os resultados obtidos por alguns autores em que têm constatado a não existência de uma associação entre a variável sector de atividade e a variável desempenho empresarial (EBITDA) (e.g., Cunha & Martins, 2007; Reis, 2013; Rodrigues, 2014).

A tabela que se apresenta de seguida (Tabela 13) procura mostrar um resumo dos resultados esperados e obtidos para cada hipótese de investigação estabelecida, bem como a decisão tomada quanto à respetiva validação.

Tabela 13: Resumo dos resultados esperados e obtidos para cada hipótese de investigação.

Hipóteses de Investigação	Resultado		Validação
	Esperado	Obtido	
<i>HI₁: Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Não Validada, por não apresentar uma associação estatisticamente significativa
<i>HI₂: Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização do modelo de CG</i>	Existência de diferenças	Existência de diferenças	Validada
<i>HI₃: Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Validada
<i>HI₄: Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Validada
<i>HI₅: Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Validada
<i>HI₆: Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Não Validada, por não apresentar uma associação estatisticamente significativa
<i>HI₇: Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Validada
<i>HI₈: Existe uma independência entre as variáveis sector de atividade e o desempenho empresarial</i>	Independência entre as variáveis	Associação entre as variáveis	Não Validada

Com base no apresentado e discutido ao longo deste último ponto pode dizer-se das oito hipóteses de investigação levantadas cinco foram validadas (HI₂, HI₃, HI₄, HI₅ e HI₇) e as outras três não foram validadas (HI₁, HI₆ e HI₈). Destas, as hipóteses de investigação HI₁ e HI₆, “*Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial*” e “*Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial*” não foram validadas por não apresentarem uma associação estatisticamente significativa entre as variáveis. Neste sentido, podemos concluir que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis modelo de CG, dimensão do CA, número de membros independentes no CA, existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e independência do CEO e o desempenho empresarial.

CONCLUSÕES LIMITAÇÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO

A necessidade de estudar em que medida os sistemas de CG cumprem o seu papel na monitorização e gestão de resultados foi potenciada pela recente crise financeira e social que proliferou um pouco por todo o mundo. No atual contexto existe uma maior perceção de que o sucesso das empresas e os benefícios para os agentes não se fazem depender exclusivamente da maximização do lucro no curto prazo.

Na verdade, as diversas conceções teóricas têm vindo a ser confirmadas pelos recentes escândalos financeiros pelo que a problemática do CG, não sendo nova, adquire neste contexto particular relevância.

Recordamos que este estudo foi desenvolvido neste âmbito e com o objetivo de se procurar analisar e/ou identificar algum tipo de relação entre os modelos de CG e o desempenho empresarial em Portugal e, adicionalmente, estabelecer algum tipo de relação entre o desempenho e as características do modelo de CG.

As conclusões a extrair do trabalho realizado, e que se passam a elencar, são as seguintes:

1. Que as empresas tendem a adotar o modelo Latino/monista;
2. Que existe uma associação positiva e direta entre a variável modelo de CG e o EBITDA, embora fraca. Como esta associação não é estatisticamente significativa pode apenas concluir-se que o modelo de CG se encontra associado com o desempenho empresarial (EBITDA) mas não mais do que isso, ou seja, não se valida a hipótese HI1, relativa à existência de associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial porque o valor de prova não é significativo. Este resultado está em linha com a teoria (Morck et al., 2005; Cunha & Martins, 2007; Reis, 2013 e Ferreira, 2013);
3. Que existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização do Modelo de CG. Os resultados mostram que existem evidências estatísticas suficientes para se poder afirmar a presença de diferenças estatisticamente significativas relativamente ao desempenho empresarial tendo por base o tipo de Modelo de CG utilizado. Este resultado confirma HI2 e corrobora a teoria (Garner & Kim, 2010 e Ferreira, 2013);
4. No que respeita a HI3, relativa à existência de uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial, os resultados obtidos permitem concluir que existe uma associação moderada, positiva e direta, entre a variável dimensão do CA e o desempenho empresarial e estatisticamente significativa, pelo que se corrobora a hipótese de investigação mas não a teoria, que defende que não existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial (Morck et al., 2005, Cunha & Martins, 2007; e Azevedo, 2013);
5. Com relação à HI4, referente à existência de uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial também foi confirmada, porquanto existe uma associação fraca, positiva e direta, estatisticamente significativa.

Existem evidências estatísticas suficientes para afirmar que o número de membros independentes no CA se encontra associado positivamente com o desempenho empresarial (EBITDA). Também este resultado vai de encontro ao apontado por outros estudos (e.g., Silva et al., 2006; Prado et al., 2009; Michelon & Parbonetti, 2010; CMVM, 2013b e Hsu & Wu, 2013);

6. Quanto à HI5, que procura verificar se existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial, pode afirmar-se existir uma associação forte, positiva e direta, estatisticamente significativa, entre a variável existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial (EBITDA), em sintonia com as conclusões já apresentadas por outros autores (Cunha & Martins, 2007; Prado et al., 2009 e Michelon & Parbonetti, 2010);

7. Para HI6, que testou se existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial, pode concluir-se que não existem evidências estatísticas suficientes para afirmar a existência de uma associação positiva entre as variáveis política de remuneração e o desempenho empresarial. Não se corrobora esta hipótese de investigação porém este resultado está em sintonia com outros estudos (Fernandes, 2005; Miles & Miles, 2013 e Rodrigues, 2014);

8. Relativamente a HI7, onde se testou a existência de uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial, os resultados permitem concluir que existe uma associação moderada, positiva, direta e estatisticamente significativa, entre a variável independência do CEO e o desempenho empresarial. Pode afirmar-se que se corrobora a hipótese de investigação e que esta conclusão vai de encontro a outros estudos já realizados (e.g., Cunha & Martins, 2007; Core & Guay, 2010; Garanina et al., 2014 e Messersmith et al., 2013);

9. Por último, e no que respeita a HI8, onde se pretendia ver se existe uma independência entre as variáveis setor de atividade e o desempenho empresarial, pode concluir-se que existem evidências estatísticas significativas para afirmar que existe uma associação forte, positiva e direta entre a variável setor de atividade e o desempenho empresarial (EBITDA). Todavia, a hipótese de investigação não é corroborada uma vez que não se pode concluir pela independência entre as variáveis em análise. Por sua vez, este resultado também não vai de encontro à teoria, que vem apontando para a não existência de uma associação entre a variável setor de atividade e a variável desempenho empresarial (EBITDA) (e.g., Cunha & Martins, 2007; Reis, 2013 e Rodrigues, 2014); e

10. Em síntese, pode concluir-se que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis modelo de CG, dimensão do CA, número de membros independentes no CA, existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e independência do CEO e o desempenho empresarial (EBITDA).

Deste modo, termina-se com a convicção que o trabalho realizado apresenta-se como relevante por fornecer importantes contributos para ajudar a compreender a importância do *Corporate Governance* em geral e dos seus modelos e respetivas características em particular. Para além de confirmar a generalidade dos resultados obtidos em estudos anteriores contribui para enriquecer a literatura existente nesta área, quer a nível internacional mas, particularmente, a nível nacional.

Convém referir que ao longo da realização do presente estudo, este esteve submetido a algumas limitações, pelo que as conclusões que aqui se apresentam deverão ser interpretadas no quadro dessas mesmas limitações e que se prendem, no essencial, com a reduzida dimensão da amostra o que leva à utilização de técnicas estatísticas não tão robustas. Os resultados obtidos não podem, por isso, ser extrapolados de forma ampla e, particularmente, para outros contextos ou países.

Porém, se o tamanho da amostra constitui uma limitação apresenta-se, também, como a base de sugestão para o desenvolvimento de futuras investigações. Sugere-se, por exemplo, o desenvolvimento de trabalhos com o mesmo objetivo mas com base numa amostra mais representativa e com a utilização de outros métodos estatísticos, capazes de conferir maior robustez à análise e permitir dar um outro alcance às conclusões a retirar. Ainda, analisar o impacto da *Corporate Governance* no desempenho das empresas, recorrendo a um modelo econométrico que melhor se adapte aos dados recolhidos. E, por último seria interessante desenvolver um índice que mensure a qualidade de *Corporate Governance*, para as empresas que integram o PSI20.

Referências Bibliográficas

- Abreu, J. (2010). *Corporate Governance em Portugal*. Coimbra: Miscelâneas pelo Instituto de Direito das Empresas e do Trabalho (IDET).
- Almeida, C. (2000). *O Código dos Valores Mobiliários e o Sistema Jurídico*. Instituto do Valores Mobiliários.
- Almeida, G., Almeida, L., & Ness, W. (2002). *A Governança corporativa no setor de telecomunicações Brasileiro*. In Encontro Brasileiro de Finanças. Rio de Janeiro: Ibemec.
- Almeida, L. (2014). *Independência dos Auditores e o Governo das Sociedades: Governance*. Working paper LLM, Católica Global School of Law. Lisboa.
- Almeida, M., Santos, J., Ferreira, L., & Torres, F. (2010). *Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: Um estudo das empresas Brasileiras de capital aberto não listado em bolsa. Brasil: RAC*.
- Alves, C. (2007). *Uma perspectiva económica sobre as (novas) regras de Coprorate Governance do Código das Sociedades Comerciais*. Almedina.
- Andrade, A., & Rossetti, J. (2006). *Governança Corporativa fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Andrade, L., Salazar, G., Calegário, C., & Silva, S. (2009). Governança Corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e o desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 10, 4-31.
- Aranha, J., Oliveira, L., & Dias, A. (2014). *Governança corporativa: Análise corporativa da margem Ebitda de empresas do agronegócio*. 7.º ECAECO, 1-12.
- Ariff, A., Ibrahim, M., & Othman, R. (2007). *Determinants of firm level Governance: Malaysian evidence*. *Corporate Governance International Journal of Business*, 7(5), 562-573.
- Arruda, G., Madruga, S., & Júnior, N. I. (2008). A corporate governance and theory of agency. *Revista de Administração da UFSM*, 1, 71-84.
- Augustinho, C., & Canadas, N. (2010). *O free cash flow, o governo das sociedades e a responsabilidade social: uma análise no contexto das empresas cotadas na Euronext*. XXXIV congresso da ENANP, 10-14.
- Azevedo, N. (2013). *Sistemas de governação das Sociedades e gestão de Resultados: O caso Português*. Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.
- Babic, V. (2003). *Corporate governance problems un trasiitions economies*. Winston-Salem wake forest University. Social Science Research Seminar.

- Barca, F., & Becht, M. (2001). *The control of corporate Europe*. Oxford University Press.
- Barontini, R., & Bozzi, S. (2011). Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. *Journal of Management and Governance*, 15 (1), 59-89.
- Batista, C. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*. Porto: Faculdade de Economia do Porto.
- Becht, M., Bolton, P. & Röell, A. (2003). "Corporate governance and control". In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *Handbook of Economics and Finance, Part I*. North Holland, Amsterdam, 1–109
- Berles, A., & Means, G. (1932). *The modern corporate and private property*. New York: MacMillan Publishing. Nova Iorque
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization*, 22, 366-413.
- Black, B., Kraakman, R., & Tarassova, A. (2000). *Russian privatization and corporate governance: What went wrong?* *Social Science Research*, 52 (6), 1731-1808.
- Blanchard, D., & Montréal, H. (2003). *Risk Management and Corporate Governance*. CGA Venture Capital Consultante, 2-8.
- Blázquez, J. C. (2000). El Informe Hampel sobre el "Gobierno Corporativo": El Combined Code. *Dialnet*, 74-79.
- Bohren, O., & Odegaard, B. (2005). Governance and performance revisited. *Social Science Research Network*, 28, 1-29.
- Câmara, P. (2011). *O governo das organizações: a vocação universal do corporate*. Coimbra: Almedina.
- Carvalho, C. (2015). *Estudo de caso sobre o corporate governance do Banco Espírito Santo*. Porto: Universidade do Porto.
- Chhaochhria, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64, 231-261.
- Clarke, T. (2007). *International corporate Governance: A comparative approach*. Londres: Routledge.
- Core, J., & Guay, W. (2010). Is there Case for regulating executive pay in the financial service industry? *Journal of Corporate Governance*, 17, 1200-1220.
- Costa, F., & Santos, J. (2011). *Corporate governance: marco histórico e a Atualidade em Portugal*. Aveiro: Instituto Superior de Contabilidade e Administração.

- Cronqvist, H., Makhija, A., & Yonker, S. (2009). *What does ceo's personal tell us about corporate leverage?* Fisher College of Business Working Paper Serie.
- Crowther, D., & Seifi, S. (2010). *Corporate Governance and Risk Management*. Ventus Publishing, 58, 2-16.
- Crowther, D., & Seifi, S. (2011). *Corporate Governance and International Business*. Ventus Publishing, 17-26.
- Cunha, V. (2005). *O Governo das sociedades e o desempenho das sociedades anónimas portuguesas*. Minho: Universidade do Minho Portugal.
- Cunha, V., & Martins, A. (2007). *O conselho de administração e o desempenho das Sociedades*. 2, 67-92.
- Davis, G. (2005). New directions in corporate governance. *Annual Review of Sociology*, 143-162.
- Djankov, S., Porta, R. L., & Lopes-De-Silanes, F. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 430-465.
- Douglas, A. (2009). Interactions between corporate Agency Conflicts. *The Financial Review*, 44,151-178.
- Duarte, J., Yu, F., & Yong, L. (2008). *Why does corporate governance explain credit spreads?* EUA: University of Washington.
- Duarte, T. (2007). *O Governo das sociedades (Corporate Governance) – Análise do desempenho das sociedades cotadas em bolsa respondentes ao 4º Inquérito da CMVM sobre práticas relativas ao governo das sociedades*. Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.
- Duffie, D., & Lando, D. (2003). Term structures of credit spreads with incomplete accounting information. *Journal of the Econometric society*, 69 (3), 633-664.
- Durnev, A., & Kim, H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal fo Finance*, 60, 1461-1493.
- Esperança, J., Sousa, A., Soares, E., & Pereira, I. (2011). *Corporate governance no espaço lusófono*. Alfragide: Texto.
- Fama, E., & Jensen, M. (1980). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 2, 301-325.
- Faria, M. (2013). *Corporate governance e a criação de Valor*. Porto: Universidade do Porto.
- Fernandes, C. (2014). *Governo das sociedades, custo de agência e crise financeira: que relação*. Portugal: Navus.

- Ferreira, D. (2013). *Relação entre a Remuneração do Conselho de Administração, o desempenho financeiro das empresas e a responsabilidade social na Península Ibérica*. Leiria: Instituto Politécnico de Leiria.
- Ferreira, j. (2009). *Os Problemas do Corporate Governance nas Empresas Públicas*. Lisboa: Universidade nova de Lisboa.
- Ferreira, L., & Sarmiento, M. (2009). *Da investigação quantitativa em contabilidade: Investigação por Inquérito*. Escolar Editora, 165-205.
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62, 951-989.
- Garanina, T., & Ladyzhenko, I. (2014). Factors influencing CEO compensation in US telecommunication industry. *Journal of Finance and Banking*, 01 (1), 1-12.
- Garcia, F. (2005). *Governança corporativa*. Rio De Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal Do Rio De Janeiro.
- Garcia, I., Gomes, A., & Monte, P. (2014). *O desempenho financeiro e o turnover do CEO das companhias mais líquidas listadas na BM & Bovespa*. IX Congresso ANPCONT. Curitiba: ANPCONT.
- Garner, J., & Kim, W. Y. (2010). Does a salary cap really work?. *Social Science Research Network*, 1-47.
- Gentry, R., & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: how strong is it? *Journal of managerial issues*, 514-530.
- Gillan, S., & Starks, S. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13, 4-22.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Journal of Economics*, 118, 105-155.
- Gonçalves, J. (2007). *Reflexões sobre o bom governo das empresas: O economista*. 184-188.
- Hausknecht, J., & Trevo, C. (2011). Collective turnover at the group, unit, and organizational levels: evidence, issues, and implications. *Journal of Management*, 37 (1), 352-388.
- Healy, P., & Papepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hsu, H., & Wu, C. (2013). Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. *Social Sciences Research Network*, 1-48.

- Ingolf, D., Ernst, M., & Zhang, D. (2011). Restricting CEO pay. *Journal of corporate finance*, 1200-1220.
- Ittner, C., & Larcker, D. (2002). Empirical managerial accounting research: are we just describing management consulting practices? *The European Accounting Review*, 11 (4), 787-794.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jones, I., & Pollitt, M. (2003). *Understanding how issues in corporate governance develop: Cadbury report to higgs*. Review University of Cambridge. Cambridge.
- Jordão, R. V., Souza, A. A., & Teddoc, A. C. (2012). Governança corporativa e ética de negócio: uma análise nos principais modelos internacionais de controlo interno. *Revista Eletrônica Sistemas & Gestão*, 7, 76-92.
- Jorge, J. (2010). *Avaliação do desempenho de uma empresa através de rácios financeiros: caso da indústria hoteleira*. Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.
- Junarsin, E. (2011). Executive compensation and firm performance: an empirical examination. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 28, 163-179.
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- La Porta, R., Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46 (2), 285-332.
- Leal, M., & Camuri, W. (2008). Governança corporativa e os modelos mundialmente praticados. *Revista de ciências gerenciais*, 7 (15), 59-74.
- Leal, R., & Silva, C. (2005). *Corporate governance and value in brasil (and chile)*. Rio de Janeiro: School of Business at the Federal University of Rio de Janeiro.
- Leal, R., Ferreira, V., & Silva, A. (2002). *A governança corporativa no brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: Editoriais Ltda.
- Lin, C. (2011). An examination of board and firm performance: evidence from Taiwan. *The International Journal of Business and Finance Research*, 5 (4), 17-34.
- Lorenzi, A., Procopiuck, M., & Quandt, C. (2009). Corporate governance: the state of brazilian corporations in relation to best practices. *Revista Brasileira de Estratégia*, 2 (2), 105-119.
- Lou, Y., & Jackson, D. (2012). Executive compensation ownership structure and firm performance in Chinese financial corporate. *Business and Financial Review*, 56-74.

- Machado, D. (2015). *A remuneração dos administradores nas sociedades cotadas: determinantes e enquadramento legal*. Coimbra: Universidade de Coimbra.
- Mackey, J. (2005). *Melhorar o governo das sociedades sobre o relato financeiro – lições que podemos tirar das experiências de outros países, especial corporate governance*. Diário Económico.
- Magnoli, D. (2004). *Relações internacionais: teoria e história*. São Paulo: Saraiva.
- Malani, B., Righi, M., Ceretta, P., & Dias, V. (2012). Does sustainability practices, corporate governance and social responsibility affect risk and return of investments? *Rev. Adm. UFSM, Santa Maria, 5*, 667-682.
- Matos, M., & Góis, C. (2013). *Características do conselho de administração e divulgação de responsabilidade social corporativa: estudo das empresas na bolsa de valores de Lisboa*. 3(2), 3-23.
- Medeiros, R., Serra, F., & Ferreira, M. (2011). O tempo de mandato do CEO e o desempenho das organizações: Um estudo em grandes empresas brasileiras. *Revista Portuguesa Brasileira de Gestão, 10 (3)*, 61-68.
- Messersmith, J., Lee, J.-Y., Guthrie, J., & Ji, Y.-Y. (2013). Turnover at the top: executive team departures and firms performance. *Organization Sciences, 25 (3)*, 776-793.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2010). *The corporate governance on sustainability disclosure*. *Journal of Management & Governance 16 (3)*, 477-509
- Miles, P., & Miles, G. (2013). Corporate social responsibility and executive compensation: exploring the link. *Social Responsibility Journal, 9 (1)*, 76-90.
- Monks, R., & Minow, N. (2004). *Corporate governance: An International review 3th Edition*. Blackwell, 12, 403-407.
- Monks, R., & Minow, N. (2008). *Corporate Governance (4^o ed.)*. England: Wiley.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature, 53*, 655-720.
- Mota, J. (2011). *Impacto da corporate governance na performance das empresas cotadas em bolsa: caso português*. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Nunes, A. (2014). *A remuneração dos administradores executivos em sociedades cotadas integrantes do PSI20*. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa.
- Oman, C., Fries, S., & Buitter, W. (2003). *La gouvernance d'entreprise dans les pays en développement, en transition et les économies émergentes, centre de développement de l'*

OCDE, *cahier de politique économique*. Paris: Centre de Développement de l'OCDE, Cahier de Politique Économique n.º 23.

Piccoli, P., Sousa, A., & Silva, W. (2014). Does the governance practices reduce the earnings management? Evidences from aversion of earnings loses and decreases. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11, 141-162.

Pistor, K., Keunan, Y. K., & West, D. (2003). *Innovation in corporate law*. Colômbia Law and Economics Research, Pape, 321.

Poças, C. (2012). *A composição e o estatuto remuneratório do órgão de administração*. Porto: Universidade Católica do Porto.

Prado, J., Garcías, I., & Gallego, I. (2009). Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 138, 107-135.

Reis, A. (2013). *O impacto das características do conselho de administração das organizações no seu economic value added: uma análise das empresas do PSI20 em Portugal*. Lisboa: School of Economics & Management.

Robicheau, S., Fu, X., & Ligon, J. (2008). Lease financing and corporate governance. *The Financial Review*, 43, 403-43.

Rocca, M. (2007). The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. *Corporate governance International Journal of Business in Society*, 7(3), 312-325.

Rodrigues, E. (2012). *Corporate governance: relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das empresas na euronext lisbon*. Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.

Rodrigues, J. (2009). *Corporate governance: retomar a confiança perdida 1.ª ed*. Lisboa: Escolar Editora.

Rodrigues, J., Seabra, F., & Mota, C. (2008). Independência dos administradores nos bancos portugueses no PSI 20. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 34-42.

Rodrigues, S. (2014). *A remuneração dos gestores no Corporate Governance Estudo comparativo da realidade portuguesa com o projeto suíço de limitação legal das remunerações dos CEO*. Viseu: Instituto Politecnico de Viseu.

Santos, J. (2009). *Corporate governance: desenvolvimentos recentes e a realidade portuguesa*. Aveiro: Universidade Aberta.

- Saparito, A., Henrique, M., & Silva, S. (2015). Percepção de analistas financeiros acerca do Ebitda: uma pesquisa qualitativa utilizando estudo de caso. *Revista Ensino e Pesquisa em Administração e Engenharia*, 1(1), 80-96.
- Sarbanes-Oxley, L. (2002). *Guia para melhorar a governança corporativa através de eficazes controles internos*. Deloitte Touche Tohmatsu, 28.
- Sardinha, A. (2014). *Os determinantes da adoção dos modelo de corporate governnace nas empresas do mercado bolsista da Península Iberica*. Bragança: Instituto Politécnico de Bragança.
- Sartori, R. (2011). *Governança em agentes de fomento dos sistema regionais de CT& I*. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina.
- shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*.IPCG.
- Silva, D. (2009). *O impacto do corporate governance na estrutura de capitais*. Porto: Universidade do Porto.
- Silva, R., Senna, E., Júnior, O., & Senna, L. (2014). *Logistics platformas: a propositional analysis of the applicability of the principles of public and corporate govenance*. *Espacios*, 35(8), 2.
- Silveira, A. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no brasil*. São Paulo: universidade de São Paulo.
- Silveira, A., Barros, L., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor nas companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50-64.
- Singler, K. (2011). CEO compensation and company performance. *Business and Economics Journal*, 21 (2), 31-41.
- Sousa, A. (2011). *A three-dimensional approach to corporate governance practices : evidence from Portugal and Brasil*. Lisboa: Instituto Universitário de Lisboa.
- Sousa. (2013). *Governo das sociedades: o papel do auditor externo. o caso português - Nyse Euronext Lisbon*. Coimbra: Universidade de Coimbra.
- Thomas, P. (2006). *Performance measurement, reporting, obstacles and accountability: recent trends and future directions [Working Paper]*. *The Australian National University*.
- Vaz, J. (2011). *A Regra de Não Frustração da OPA*. Coimbra: Universidade de Coimbra.

Versiani, F. V. (2014). Corporate governance in the european. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, 64, 413-434.

Vieira, K., Valquez, M., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). The influence of corporate governance in performance and capital structure of companies listed in bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7 (1) , 49-67.

Vieira, M. (2010). *Governança corporativa e desempenho de empresas*:. Rio de Janeiro: Escola de Pós-Graduação em Economia.

Wood, T., & Picarelli, V. (2004). *Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva*. São Paulo: Atlas.

Legislação e regulamentos

CMVM (2011) “Código dos Valores Mobiliários”. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Lisboa: CMVM. (Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86 de 2 de Setembro, e republicado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro. Contém as alterações introduzidas pelos Decretos-Lei n.º 61/2002, de 20 de Março, n.º 38/2003, de 8 de Março, n.º 107/2003, de 4 de Junho, n.º 183/2003, de 19 de Agosto, n.º 66/2004, de 24 de Março, n.º 52/2006, de 15 de Março, n.º 219/2006, de 2 de Novembro, n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro e n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, pelo Decreto-Lei n.º 49/2010, de 19 de Maio, pelo Decreto-Lei n.º 52/2010, de 26 de Maio e pelo Decreto-Lei n.º 71/2010, de 18 de Junho, Lei n.º 46/2011, de 24 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 85/2011, de 29 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 18/2013, de 6 de Fevereiro, pelo Decreto-Lei n.º 63-A/2013, de 10 de Maio, pelo Decreto-Lei n.º 29/2014, de 25 de Fevereiro, pelo Decreto-Lei n.º 40/2014, de 18 de Março, pelo Decreto-Lei n.º 88/2014, de 6 de Junho, pelo Decreto-Lei n.º 157/2014, de 24 de Outubro, pela Lei n.º 16/2015, de 24 de Fevereiro, e pela Lei n.º 23-A/2015, de 26 de Março).

CMVM (2013a). *Código de Governo das Sociedades 2013 (Recomendações)*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Lisboa: CMVM.

CMVM (2013b). *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2012*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Lisboa: CMVM.

COM. (2011). *Livro Verde: O quadro da UE do governo das sociedades*. Bruxelas: Comissão Europeia.

COM. (2012). *Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades*. Estrasburgo: Comissão Europeia.

DIRETIVA 2013/34/EU. Do parlamento Europeu e do Conselho.

IPCG (2010). *Projeto de Código do Bom Governo das Sociedades*, Instituto Português de Corporate Governance. Instituto Português de Corporate Governance. Lisboa: IPCG.

IPCG (2011). *Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas, 1.º Fascículo, 26 de Abril de 2011*. Instituto Português de Corporate Governance. Lisboa: IPCG.]

IPCG (2014). *Código de Governo das Sociedades*. Lisboa, janeiro de 2014. Lisboa: IPCG.

OECD (2004). *OECD Principles of Corporate Governance 2004*. Organization for Economic Cooperation and Development. Bruxelas: OCDE.

Recomendações. (2009). *Que complementa as Recomendações 2004/913/CE e 2005/162/CE no que respeita ao regime de remuneração dos administradores de sociedades cotadas Comissão Europeia*. Comissão Europeia

Recomendações. (2009). *Relativa às políticas de remuneração no sector dos serviços financeiros*. Comissão Europeia.

Recomendações. (2014). *Sobre a qualidade da informação relativa à governação das sociedades («cumprir ou explicar»)*. Comissão Europeia.

Resolução. (2012). *Enquadramento do governo das sociedades para as empresas europeias*. Montenegro: Parlamento Europeu.

<http://www.cmvm.pt/>

CMVM (2010). *Regulamento da CMVM n.º 1/2010, Governo das Sociedades Cotadas*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Lisboa: CMVM.

CMVM (2013c). *Regulamento da CMVM n.º4/2013 - Governo das Sociedades (revoga o Regulamento da CMVM n.º1/2010)*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Lisboa: CMVM.

ANEXO

Tabela A.1: Empresas que participaram no estudo.

Entidades	Setor de Atividade
Altri SGPS, S.A.	Industrial
Banif, S.A.	Financeiro
BCP, S.A.	Financeiro
BES Investimento, S.A.	Financeiro
BES, S.A.	Financeiro
BPI, S.A.	Financeiro
Brisa, S.A.	Bens e consumo
Cimpor, SGPS, S.A.	Industrial
Cofina SGPS, S.A.	Informação e comunicação
Compta, S.A.	Telecomunicação
Corticeira Amorim, SGPS, S.A.	Industrial
CTT	Logística e Telecomunicação
EDIA, SA	Serviços
EDP Renováveis, S.A.	Energias
EDP, S.A.	Energias
Estoril Sol SGPS, S.A.	Turismo
F. Ramada, SGPS, S.A.	Industrial
Galp SGPS, S.A.	Energias
Glintt, SGPS, S.A.	Tecnologia
GRAO Imobiliária Construtora Grão-Pará, S.A.	Imobiliária
Grupo Média Capital SGPS, S.A.	Informação e comunicação
Grupo Portucel, S.A.	Industrial
Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A.	Construção Civil
Ibersol SGPS, S.A.	Bens e consumo
Impresa, SGPS, S.A.	Informação e comunicação
Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, S.A.	Distribuição
Jerónimo Martins, SGPS.	Bens e consumo
Luz Saúde	Saúde
Martifer, SGPS, S.A.	Construção Civil
Mota Engil, SGPS, S.A.	Construção Civil
Nova – Base, SGPS, S.A.	Telecomunicação
Orey Antunes, S.A.	Financeiro
Parpública, SGPS, S.A.	Serviços Públicos
Portucel, S.A.	Industrial
Portugal Telecom SGPS, S.A.	Telecomunicação
Redes Energéticas Nacionais SGPS, S.A.	Energias
Reditus SGPS, S.A.	Tecnologia
SAG Gest, SGPS, S.A.	Automóveis
Semapa, SGPS, S.A.	Industrial
Sonae Capital SGPS, S.A.	Turismo/Energias/ Financeiro
Sonae Com SGPS, S.A.	Informação e Comunicação
Sonae Indústria, SGPS, S.A.	Industrial
Sonae SGPS, S.A.	Gestão e Participação Especial
STCT	Transporte
Sumol + Compal, S.A.	Industrial
Teixeira Duarte, S.A.	Construção Civil
Toyota Caetano Portugal, S.A.	Automóveis
VAA – Vista Alegre Atlantis, SGPS, S.A.	Industrial
Zon Multimédia, SGPS, S.A.	Informação e Comunicação

