



Instituto Superior de Gestão

Mestrado em Gestão Financeira

**O Impacto da Composição do Conselho de Administração
nas Medidas de *Performance* Financeira nas Sociedades
Portuguesas Cotadas em Bolsa**

Joana Marques Pereira

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Gestão
para obtenção do Grau de Mestre em Gestão Financeira

Orientadora: Professora Doutora Ana Amaro

Lisboa, 2013

Resumo

Na estrutura do Governo das Sociedades são detalhados os direitos e as responsabilidades dos mais diversos intervenientes na empresa como os administradores, os gestores e os acionistas. Para se atingir uma boa *performance* no governo das sociedades é exigido um esforço contínuo e de alta qualidade.

O objeto de estudo desta dissertação consiste em analisar o impacto da composição do Conselho de Administração nas medidas de *performance* financeira em 40 empresas portuguesas cotadas em bolsa no período entre 2007 e 2011. Foi assim investigado em que medida a dimensão do Conselho de Administração, independência do Conselho de Administração e a substituição do CEO influenciam a *performance* da empresa medido pelo Q de Tobin, ROE, ROA e EBITDA.

Com evidência empírica destacamos o Q de Tobin tendo sido encontrada uma relação positiva com a substituição do CEO e uma relação quadrática com a independência do Conselho de Administração cujo ponto ótimo do nível de independência encontrado vai de encontro à recomendação da CMVM.

Palavras-Chave: Governo das Sociedades, Conselho de Administração, Administradores Independentes, Presidente do Conselho Executivo e *Performance* Financeira.

Abstract

The structure of the Corporate Governance details the rights and the responsibilities of the several company intervening parties, such as directors, managers and shareholders. In order to reach a good performance in Corporate Governance, it is required a continuous high-quality effort.

The purpose of this thesis is to analyze the impact of the composition of the Management Board in the financial performance measures, in 40 Portuguese companies listed in the stock exchange, in the period from 2007 to 2011. Thus, it was investigated to what extent the size and independence of the Management Board and the replacement of Chief Executive Office influence company performance, measured by Tobin's Q ratio, ROE, ROA and EBITDA.

A statistically significant relationship between Tobin's Q ratio and the replacement of Chief Executive Office was found. Moreover a quadratic relationship between the independence of the Management Board and Tobin's Q ratio was also found to be significant with an optimal level according with CMVM recommendation.

Keywords: *Corporate Governance, Board of directors, Independent directors, Chief Executive Office and Financial Performance.*

Agradecimentos

Para o desenvolvimento desta dissertação contei com o apoio de pessoas extraordinárias que me ajudaram em todo o processo de desenvolvimento deste trabalho, e por isso tenho muito a agradecer.

Faço um agradecimento muito especial à Professora Doutora Ana Amaro que sempre foi incansável e disponível, e que deu um contributo enorme e precioso no estudo exploratório desta dissertação, graças à sua vasta experiência e sabedoria.

Um agradecimento enorme para o Dr. Paulo Bandeira e Dr. Pedro Rebelo de Sousa por partilharem comigo o seu conhecimento dilatado em *Corporate Governance* que foi uma valiosa contribuição para a revisão de literatura deste trabalho.

Agradeço também ao Professor Dr. Carlos Saraiva Alves pelo apoio e rigor na escolha das variáveis de *performance* financeira para o estudo de investigação.

Estou muito grata à equipa de Mestrados do ISG pela simpatia, auxílio incondicional e dedicação aos alunos mestrandos.

Um obrigado à minha família e amigos que estiveram comigo ao longo da realização desta dissertação e pela motivação e incentivo que me deram.

Abreviaturas

AG – Assembleia Geral

CA – Conselho de Administração

CAE – Conselho de Administração Executivo

CE – Comissão Executiva

CEE – Comunidade Económica e Europeia

CEO – *Chief Executive Officer*

CF – Conselho Fiscal

CFO – *Chief Financial Officer*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores de Mobiliários

CSC – Código das Sociedades Comerciais

E.U.A. – Estados Unidos da América

GRET - *Gnu Regression, Econometric and Time-series Library*

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

MMQ – Método dos Mínimos Quadrados

NYSE – *New York Stock Exchange*

PCAOB – *Public Company Accounting Oversight Board*

ROC – Revisor Oficial de Contas

SEC – *Securities Exchange Commission*

SOX – *Sarbanes-Oxley Act*

Índice Geral

Parte I – Enquadramento Teórico e Legal de <i>Corporate Governance</i>	1
Introdução	1
1. Definição e Conceito de <i>Corporate Governance</i>	3
2. Teoria da Agência.....	5
2.1. Relação de Agência	5
2.2. Problema da Agência	5
2.3. Custos de Agência	6
3. Principais Sistemas de <i>Corporate Governance</i>	7
3.1. Sistema Anglo-Saxónico	7
3.2. Sistema Continental	10
3.3. Principais diferenças na estrutura de governo no Sistema Anglo-Saxónico e no Sistema Continental	11
4. <i>Corporate Governance</i> no Mundo.....	13
4.1. <i>Corporate Governance</i> no Japão	13
4.2. <i>Corporate Governance</i> nos E.U.A. e no Reino Unido	14
4.3. A <i>Corporate Governance</i> na Europa Continental	15
5. <i>Corporate Governance</i> em Portugal	17
5.1. Os Modelos de <i>Corporate Governance</i> em Portugal.....	17
5.1.1. Modelo Monista ou Latino	17
5.1.2. Modelo Anglo-Saxónico	19
5.1.3. Modelo Dualista	19
6. Enquadramento Legal da <i>Corporate Governance</i>	21
6.1. Enquadramento Legal da <i>Corporate Governance</i> no Mundo.....	21
6.1.1. Relatório de <i>Cadbury</i>	21
6.1.2. Princípios da OCDE	22

6.1.3. <i>Action Plan</i>	23
6.1.4. <i>Sarbanes-Oxley Act</i>	24
6.2. Enquadramento Legal da <i>Corporate Governance</i> em Portugal	26
6.2.1. Código das Sociedades Comerciais	26
6.2.2. Recomendações da CMVM	26
7. <i>Corporate Governance e Corporate Performance</i>	30
7.1. Composição do Conselho de Administração	30
7.1.1. Dimensão do Conselho de Administração	30
7.1.2. Independência do Conselho de Administração	31
7.1.3. Dimensão e Composição dos Conselhos de Administração Executivos e das Comissões Executivas	32
7.1.3.1. Substituição dos membros do Conselho de Administração	33
7.1.3.2. Substituição do CEO	34
Parte II – Estudo Empírico	35
1. Metodologia de Investigação	35
1.1. Hipóteses de Investigação	35
1.2. Variáveis	38
1.2.1. Variáveis Dependentes	38
1.2.2. Variáveis Explicativas	41
1.2.3. Variáveis de Controlo	42
1.3. Amostra	45
1.4. Modelo Empírico	46
2. Resultados	50
2.1. Descrição das Variáveis	50
2.1.1. Variáveis de <i>Performance</i>	50
2.1.2. Variáveis Explicativas	52
2.1.3. Variáveis de Controlo	58

2.2. Relação entre as variáveis de <i>performance</i> e as variáveis da composição do Conselho de Administração	60
3. Conclusões	67
4. Limitações ao Estudo e Futuras Investigações.....	68
Referências Bibliográficas	70
Webgrafia.....	82
Anexos	85

Índice de Figuras

Figura 1 – Composição esquemática da estrutura de órgãos do Sistema Anglo-Saxónico.....	8
Figura 2 – Modelo Monista Reforçado ou Latino Reforçado	18
Figura 3 – Modelo Anglo-Saxónico Reforçado	19
Figura 4 – Modelo Dualista Reforçado	20
Figura 5 – Exemplificação da relação entre a <i>performance</i> e a Dimensão do Conselho de Administração / Independência do Conselho de Administração	37
Figura 6 – Distribuição dos valores das variáveis de <i>performance</i> nos cinco anos nas 40 empresas.....	50
Figura 7 – Número Médio de Membros no Conselho de Administração (2007-2011)	54
Figura 8 – Proporção de Membros Independentes no Conselho de Administração (e recomendação da CMVM).....	55
Figura 9 – Distribuição da Dimensão Média do CA (DIM_CA) e Independência Média do CA (IND_CA).....	55
Figura 10 – Distribuição da Dimensão Média do CA (a) e da Independência Média do CA (b) (2007-2011) pelas empresas não financeiras (EST_FIN=0) e as financeiras (EST_FIN=1)	56
Figura 11 – Distribuição da Dimensão Média do CA (a) e da Independência Média do CA (b) (2007-2011) pelas empresas integrantes do PSI 20 (PSI_20=1) e não integrantes do PSI 20 (PSI_20=0).....	57
Figura 12 – Distribuição da Dimensão da Empresa (DIM_EMP), Leverage (LEV) e Crescimento (CRESC)	59
Figura 13 – Relação entre o Q-Tobin e IND_CA para DIM_EMP=6 para empresas com substituição do CEO (1) ou não (0)	61

Índice de Quadros

Quadro 1 – Evidência dos <i>comités</i> típicos dos Conselhos de Administração dos E.U.A.....	10
Quadro 2 – Sistema Anglo-Saxónico vs. Sistema Continental	11
Quadro 3 – Regulamentos e Código das Sociedades Comerciais da entidade CMVM	28
Quadro 4 – Variáveis Dependentes, Explicativas e de Controlo	44
Quadro 5 – Descrição das Variáveis de <i>Performance</i> (2007-2011)	52
Quadro 6 – Descrição das Variáveis Explicativas (2007-2011).....	54
Quadro 7 – Descrição das Variáveis de Controlo (2007-2011)	58
Quadro 8 – Estimativas dos parâmetros e erros padrão (entre parênteses) referente ao modelo [1] para o Q-Tobin.....	61
Quadro 9 – Estimativas dos parâmetros e erros padrão (entre parênteses) referente ao modelo [1] para o ROE	63
Quadro 10 – Estimativas dos parâmetros e erros padrão (entre parênteses) referente ao modelo [1] para o ROA.....	65
Quadro 11 – Estimativas dos parâmetros e erros padrão (entre parênteses) referente ao modelo [1] para o EBITDA.....	66

Parte I – Enquadramento Teórico e Legal de *Corporate Governance*

Introdução

A análise da temática de *Corporate Governance* ou Governo das Sociedades¹ iniciou-se com Adam Smith (1776) e Berle e Means (1932).

A maior preocupação e as intervenções vieram após a falência de diversas empresas no final da década de 80 e início da década de 90 e os escândalos financeiros de empresas como, por exemplo, a Enron, Vivendi, Ahold, WorldCom e Parmalat (Meisel, 2004). Na Europa, em resposta às fortes pressões consequências dos escândalos e fraudes financeiras ocorridas, destacou-se a publicação do Relatório *Cadbury* no Reino Unido em 1992 – o pioneiro código das boas práticas – com o intuito de reforçar o rigor e confiabilidade nas informações financeiras das sociedades e fortalecer a sindicabilidade da administração. Neste código são descritos os princípios de transparência e clareza na apresentação das informações financeiras das empresas bem como a responsabilização dos gestores pelas informações prestadas em relação à situação financeira da empresa (Cadbury, 1992).

Em Portugal, a grande preocupação da *Corporate Governance* surge em 1999 com a aprovação da Comissão do Mercado de Valores de Mobiliários (CMVM)² de 17 recomendações sobre as práticas de governo para as sociedades. A CMVM segue uma política, através das recomendações e regulamentos que tem publicado desde 1999, cujo objetivo é que as empresas sejam obrigadas a divulgar em que medida cumprem as recomendações que lhe são feitas, ou por outro lado, explicar porque não o fazem (Alves e Mendes, 2001).

¹Tradução proposta pela CMVM (1999) segundo Silva et. al. (2006). Muitos autores também designam por “governo das sociedades”, “governo da empresa” e “governança corporativa”.

² Autoridade que regula as sociedades cotadas em bolsa.

Nos Estados Unidos da América (E.U.A.) foi aprovado o *Sabarnes-Oxley Act* em Agosto de 2002 que prevê um conjunto de normas injuntivas sobre as sociedades cotadas em bolsa por forma a garantir a transparência na sua gestão. O objetivo era reintegrar processos de controlo e procedimentos internos para emissão de relatórios financeiros, visando a criação de mecanismos de auditoria e supervisão das atividades e operações das sociedades que permitam um maior controlo das práticas de governo das sociedades pelo Conselho de Administração (SOX, 2002, seção 404).

Esta dissertação, numa primeira parte, será dedicada à evolução da *Corporate Governance*, destacando a composição dos órgãos do Conselho de Administração das empresas e as recomendações da CMVM nesse sentido.

Numa segunda parte irá ser realizado um estudo exploratório com que se pretende averiguar qual a relação existente entre a composição do Conselho de Administração nas empresas portuguesas cotadas em bolsa e algumas medidas de *performance* financeira.

No último capítulo serão retiradas as conclusões sobre de que forma a composição do Conselho de Administração das empresas portuguesas cotadas em bolsa, poderá influenciar a *performance* das empresas, como as limitações referentes ao estudo e sugestões de investigações futuras.

1. Definição e Conceito de *Corporate Governance*

A definição de *Corporate Governance* “não é ainda consensual”. O tema já é abordado há muitos anos mas recentemente têm-se sentido uma “acesa reflexão sobre o assunto” (Silva, 2005, p.23). As reflexões sobre a *Corporate Governance* são várias, não havendo uma definição concreta e exata, mas sim diferentes visões e opiniões dos mais diversos autores que abordam este tema.

Cadbury (1992, p.14) afirma que a *Corporate Governance* é “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e controladas”: o Conselho de Administração de uma empresa é o responsável pela gestão organizacional e o papel dos acionistas é nomear os administradores e os auditores da empresa de modo a certificar-se que a estrutura de organização é adequada (Cadbury, 1992).

A *Corporate Governance* aborda amplamente a forma de proteger o interesse dos acionistas, empregando vários mecanismos de gestão interna e externa. Os atores principais na literatura de *Corporate Governance* são normalmente os acionistas, o Conselho de Administração e a gestão de topo das sociedades (Monks e Minow, 1996).

Conforme Shleifer e Vishny (1997, p.738) a *Corporate Governance* lida com a forma de assegurar que os investidores das empresas obtêm o retorno do investimento. Os autores defendem que a *Corporate Governance* é “o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, os seus Conselhos de Administração, os seus acionistas e outras partes interessadas”.

Segundo a definição da OCDE (1999), “*Corporate Governance* é o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A sua estrutura específica, a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes da empresa: o Conselho de Administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes ditam as regras e procedimentos para a tomada de decisão nas questões da gestão da empresa. E desta forma fornece a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e as formas de o atingir e monitorizar o seu desempenho”.

A *Corporate Governance* incide sobre a justiça corporativa, a transparência e a responsabilidade. Alguns autores têm uma visão estreita, estabelecendo governo das sociedades como a forma como os diretores e auditores lidam com as suas responsabilidades perante os acionistas (Fama e Jensen, 1983a).

A *Corporate Governance* “compreende todos os mecanismos 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 que se refere à organização operacional dessas atividades, seja na tomada de decisões de financiamento dos respetivos investimentos, seja no que respeita à devolução dos recursos investidos aos seus proprietários ou à sua remuneração sob a forma de dividendos” (Silva et. al., 2006, p.12).

Os padrões de *Corporate Governance* não são uniformes em todo o mundo, em grande parte devido a diferenças na tradição jurídica, dos valores sociais e culturais de cada país, e à sua estrutura dos mercados de capitais (Larker e Tayan, 2008).

Segundo o Financial Reporting Council (2010)³, os princípios de um bom governo das sociedades são refletidos através da responsabilidade, transparência e foco no sucesso sustentável de uma entidade, a longo prazo.

³ É, neste momento, a entidade reguladora das sociedades cotadas no Reino Unido onde promove as recomendações das boas práticas de *Corporate Governance*.

2. Teoria da Agência

Os autores Adam Smith (1776) e Berle e Means (1932) iniciam a discussão relativamente às preocupações da separação entre a propriedade (detida pelo acionistas) e o controlo das organizações (pelos gestores). No entanto, as preocupações foram agregadas por Jensen e Meckling (1976), Fama (1980) e Fama e Jensen (1983a) para o “problema de agência” no governo das sociedades.

2.1. Relação de Agência

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato pelo qual uma das partes (os principais⁴) designam outra pessoa (o agente⁵) em quem delegam autoridade para gerir um determinado ativo.

Shleifer e Vishny (1997) explicam que o(s) acionista(s) e o(s) gestor(es) assinam um contrato que especifica o que o gestor faz com os fundos e como os lucros são atribuídos para ambas as partes.

2.2. Problema da Agência

A separação entre propriedade e controlo/gestão da empresa pode promover a complexidade na relação entre o acionista e o gestor decorrente de diferentes objetivos entre ambos. Como afirma Jensen e Meckling (1976), “se ambas as partes da relação são maximizadoras de utilidade, há boas razões para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal” (Jensen e Meckling, 1976, p.5).

⁴ São os acionistas.

⁵ É um indivíduo nomeado pelo principal (acionista), a agir no seu interesse – são membros da administração.

2.3. Custos de Agência

O facto de existirem interesses distintos entre os gestores e os acionistas e de existir uma assimetria de informação entre ambos, pode levar a que a atuação dos gestores não ocorra totalmente no interesse dos acionistas o que pode conduzir ao surgimento de conflitos e a custos ao nível de eficiência produtiva, designados custos de agência.

Segundo Jensen e Meckling (1976) a especificação dos direitos individuais espelha como os custos e os benefícios serão repartidos entre os participantes da empresa e o comportamento individual dos participantes dependerá da natureza destes contratos.

Deste modo, os autores definem os custos de agência pela soma de:⁶

- Despesas de monitorização a cargo do principal para reduzirem as atitudes dos agentes que prejudiquem os interesses do principal;
- Despesas de implementação e adesão aos mecanismos de controlo para garantir que o agente não toma medidas para prejudicar os interesses do principal;
- Uma perda residual incorrida porque a monitorização e a ligação não pode alinhar totalmente no comportamento do agente e dos interesses do principal. É a riqueza perdida pelo principal em função do comportamento inadequado dos agentes.

A redução de custos de agência pode ser obtida através de mecanismos de retribuição de forma a criar incentivos ao agente para implementar ações que aumentem a riqueza do acionista (Jensen e Murphy, 1990). É assim estabelecido um contrato com os agentes, onde são definidas as compensações a serem pagas pelo principal ao agente, cujo objetivo é privilegiar o último pela boa prestação e eficiência nos serviços realizados por este (Fama e Jensen, 1983a).

⁶ Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983b).

3. Principais Sistemas de *Corporate Governance*

Os sistemas de *Corporate Governance* são adotados conforme as características de cada país. Segundo Weimer e Pape (1999), mundialmente identificam-se quatro sistemas de *Corporate Governance*: “*Anglo-Saxon*”, “*Germanic*”, “*Latin*” e “*Japan*”. Para La Porta et. al (1997), Sternberg (2004), Jeffers (2005) e Silva et. al. (2006) os dois sistemas principais de *Corporate Governance* são o sistema Anglo-Saxónico⁷ e o sistema Continental⁸. Neste capítulo são assim abordados somente os dois principais sistemas de *Corporate Governance*.

3.1. Sistema Anglo-Saxónico

Este sistema é normalmente adotado por países como E.U.A., Reino Unido, Austrália e Irlanda, entre outros países de influência anglo-saxónica (Ashcroft, 2009).

A dispersão do capital e a delegação das responsabilidades de gestão são as características principais do sistema Anglo-Saxónico (Barca e Becht, 2001). O modelo é orientado para os princípios da “criação de riqueza para os seus acionistas”, a remuneração dos gestores é variável em função dos resultados ou da cotação da empresa de modo a existir um alinhamento de interesses entre os acionistas e os gestores da empresa. Outra característica predominante deste sistema é ampla divulgação de informação ao mercado de capitais e a existência de auditoria externa dessa informação (Silva et. al., 2006).

No que diz respeito à estrutura dos órgãos do Conselho de Administração, elemento essencial do sistema Anglo-Saxónico, este é preconizado por dois tipos de administradores: os administradores executivos⁹ (internos) e os administradores não

⁷ Também designado por sistema de controlo interno.

⁸ Também designado por sistema de controlo externo.

⁹ O que exerce ativamente funções de gestão. Num Conselho de Administração todos os membros podem ser executivos, existir administrados delegados ou a existência de uma Comissão Executiva.

executivos¹⁰ (externos). Os primeiros estão ligados à empresa, “frequentemente fizeram carreira na empresa”, enquanto os segundos não têm uma ligação direta na estrutura da empresa e normalmente são independentes dos administradores executivos. Os administradores não executivos têm como principais funções a tomada de decisões estratégicas, aconselhamento, fiscalização e avaliação da atividade dos administradores executivos (Coombs e Watson, 2001; Silva et. al, 2006).

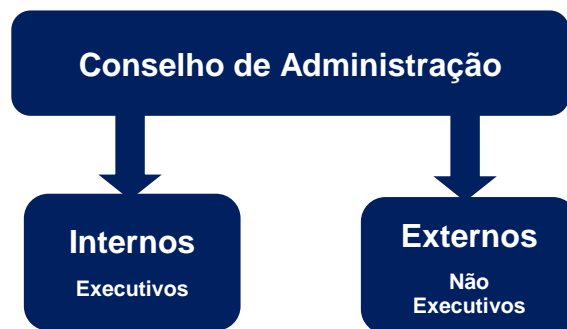


Figura 1 – Composição esquemática da estrutura de órgãos do Sistema Anglo-Saxónico

No sistema Anglo-Saxónico é típica a constituição de um “comité de auditoria”¹¹ devido ao procedimento rigoroso de auditoria externa da informação prestada ao mercado. Nesta comissão está subjacente a função de nomeação do auditor externo, contratação e despedimento do mesmo como o acompanhamento do percurso do seu trabalho. O objetivo é que a informação concedida ao mercado seja adequadamente auditada por forma que essa mesma seja a mais viável e verdadeira. Com isto, é fundamental que os elementos da Comissão de Auditoria sejam independentes da equipa de gestão (Silva et. al., 2006).

¹⁰ Não lhe são cometidas funções de gestão. Não vincula a sociedade.

¹¹ Comissão de Auditoria.

Segundo Silva et. al. (2006), em 2006 cerca de 97% das maiores empresas norte-americanas possuíam uma Comissão de Auditoria e cerca de 56% das maiores empresas do Reino Unido possuem essa comissão.¹²

Outro comité típico nos sistemas Anglo-Saxónicos é o “comité de fixação de vencimentos”¹³ que consiste na fixação das remunerações dos administradores executivos e na análise do desempenho dos mesmos.

Em 2006, 95% das maiores empresas dos E.U.A. possuíam uma comissão de fixação de vencimentos (integrados por administradores não independentes), e cerca de 54% nas maiores empresas do Reino Unido¹⁴ (Silva et. al., 2006).

Por fim, o outro comité característico na maioria das empresas cotadas em Bolsa nos países Anglo-Saxónicos é o “comité de nomeações”¹⁵. Uma das funções mais importantes desta comissão é a nomeação de novos administradores quando a situação se refere a uma nova sucessão ou substituição dos administradores executivos por baixo nível de desempenho demonstrado (Silva et. al., 2006).

No ano 2006, segundo o autor Silva et. al. (2006), a comissão de nomeações é usual nos E.U.A., pois 93% das maiores empresas possuem uma comissão de nomeações, situação diferente quando se fala das maiores empresas do Reino Unido, uma vez que apenas 16% das mesmas possuem essa comissão.¹⁶

¹² Os indicadores foram reportados pelo Deutsche Bank (2005), sendo a amostra dos E.U.A. as empresas integrantes do S&P 500 e a amostra do Reino Unido composta pelas empresas integrantes do índice FTSE 350 (Silva et. al., 2006).

¹³ Comissão de Vencimentos.

¹⁴ Os indicadores foram reportados pelo Deutsche Bank (2005), sendo a amostra dos E.U.A. às empresas integrantes do S&P 500 e a amostra do Reino Unido é composta pelas empresas integrantes do índice FTSE 350 (Silva et. al., 2006).

¹⁵ Comissão de Nomeações.

¹⁶ Os indicadores foram reportados pelo Deutsche Bank (2005), sendo a amostra dos E.U.A. às empresas integrantes do S&P 500 e a amostra do Reino Unido é composta pelas empresas integrantes do índice FTSE 350 (Silva et. al., 2006).

Quadro 1 – Evidência dos *comités* típicos dos Conselhos de Administração dos E.U.A.

Comité de Auditoria	Comité de Fixação de Vencimentos	Comité de Nomeações
<ul style="list-style-type: none">•Compete a nomeação, contratação e despedimento do auditor externo, bem como o acompanhamento do seu trabalho.	<ul style="list-style-type: none">•Compete fixar as remunerações dos administradores executivos, como proceder à formulação de um juízo de valor sobre o respectivo desempenho.	<ul style="list-style-type: none">•Procede à nomeação de novos administradores, quando está em causa a sucessão natural ou a substituição, por mau desempenho, dos administradores executivos.

Fonte: Silva et. al. (2006)

3.2. Sistema Continental

O sistema Continental é característico na Alemanha, no Japão e nos países Latinos (Weimer e Pape, 1999).

A ideia inerente neste modelo é a teoria da empresa na perspetiva do acionista, pois o controlo dos gestores pelos acionistas maioritários é um elemento essencial deste sistema. Por norma, os principais acionistas são quem têm mais parte ativa no processo da tomada de decisões na empresa. Este modelo caracteriza-se por não ter apenas em foco os interesses dos acionistas e por isso reflete numa maior necessidade de alinhar os interesses entre os gestores e os acionistas. Por norma, as remunerações fixas representam um valor bastante significativo da remuneração total, o que nos leva a afirmar que as remunerações variáveis têm um peso menor quando comparadas com as empresas que adotam o sistema Anglo-Saxónico (Silva, et. al., 2006).

No que toca à estrutura dos órgãos de administração, esta pode ser distinguida por modelo Dualista que é caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa e por modelo Monista que se caracteriza por um único órgão de administração da empresa. O modelo Dualista predomina em países como a Alemanha, a Áustria, a Dinamarca, a Holanda e a

Suíça, enquanto o modelo Monista é adotado em países como Portugal, Espanha, Itália e França (Weimer e Pape, 1999; Silva et. al, 2006).

3.3. Principais diferenças na estrutura de governo no Sistema Anglo-Saxónico e no Sistema Continental

Quadro 2 – Sistema Anglo-Saxónico vs. Sistema Continental

Características	Sistema Anglo-Saxónico	Sistema Continental
Países	E.U.A., Canadá e Austrália	Alemanha, Holanda, Suíça, Suécia, Áustria, Dinamarca, Noruega e Finlândia.
Estrutura Acionista	A estrutura acionista é bastante dispersa.	A estrutura acionista é muito concentrada. Os acionistas maioritários são empresas e bancos.
Conselho de Gestão	<i>One Tier</i>	<i>Two Tier</i>
Mercado de Capitais	Concentrado e Líquidos	Estreitos e Ilíquidos
Mercado Externo para Controlo Empresarial	Ameaças de <i>takeover</i>	Restrições ao <i>takeover</i>
Horizonte temporal das relações económicas	Curto Prazo	Longo Prazo

Fonte: Adaptado de Weimer e Pape (1999)

Os países de influência Anglo-Saxónica como os E.U.A., o Reino Unido, o Canadá, a Austrália, entre outros, adotam o sistema Anglo-Saxónico enquanto a maior parte dos países da Europa Continental são provenientes do sistema Continental (Weimer e Pape, 1999; Silva et. al., 2006).

Usualmente as empresas que adotam o sistema Anglo-Saxónico são de grande dimensão e normalmente uma grande parte do capital da empresa é representado pela grande percentagem de ações detidas. O tipo de propriedade é bastante disperso, pois a sua estrutura acionista é essencialmente constituída por empresas e particulares. Já no sistema Continental uma elevada percentagem dos acionistas

detêm mais de metade do capital da empresa, isto é, uma grande parte das ações das empresas são detidas por investidores institucionais (La Porta et. al., 1999).

Como afirmam Franks e Mayer (1997), os países onde predomina o sistema Anglo-Saxónico têm uma grande percentagem de empresas cotadas, enquanto os países dominados pelo sistema Continental têm apenas uma pequena percentagem de empresas cotadas.

Outra diferença entre os dois sistemas são os órgãos de administração. O sistema Anglo-Saxónico é composto por um conselho *One Tier*¹⁷ que é preconizado pelo órgão de gestão composto por membros executivos e não executivos. O sistema Continental é derivado de um conselho *Two Tier*¹⁸ que é composto pelo *Board Management*¹⁹ e o *Supervisory Board*²⁰ onde o *Supervisory Board* é constituído essencialmente por membros não executivos e são totalmente independentes do *Board Management*.

Os mercados de capitais no sistema Anglo-Saxónico caracterizam-se por concentrados e líquidos (Coombs e Watson, 2001; La Porta et. al., 1999). Os acionistas sentem-se na ameaça de *takeover*. Porter (1992) considera que a excessiva focalização no curto prazo leva a níveis insuficientes nos investimentos a longo-prazo. Zahra (1996) também afirma que a avaliação trimestral dos gestores, impulsiona no seu próprio interesse, a realização de projetos com prazos mais curtos.

Já os mercados de capitais no sistema Continental caracterizam-se por estreitos e ilíquidos. A proteção dos interesses dos pequenos acionistas quando comparado com os acionistas maioritários torna-se um problema. Os maiores acionistas têm a capacidade de monitorizar a gestão da empresa e o poder de expropriar os acionistas minoritários, sendo que o controlo externo pelo mercado de capitais não desempenha um papel fundamental, pois os gestores são controlados pelos acionistas maiores da empresa e outros acionistas como os investidores institucionais e demais detentores de interesses na empresa (La Porta et. al., 1999).

¹⁷ Um único órgão de administração.

¹⁸ Dois órgãos de administração.

¹⁹ Conselho de Gestão.

²⁰ Conselho de Supervisão.

4. Corporate Governance no Mundo

Franks e Mayer (1992) classificam os sistemas de *Corporate Governance* entre sistema “*outsider*”²¹ e sistema “*insider*”²². O primeiro é atualmente dominante no Reino Unido e nos E.U.A., e é característica das economias com um grande número de empresas cotadas, num mercado de capital líquido, onde os direitos de propriedade e controlo são frequentemente negociados, e há pouca concentração de participações acionárias. O sistema “*insider*” é atribuído na Europa Continental e no Japão, e é caracterizado por um pequeno número de empresas cotadas em bolsa, num mercado de capitais ilíquido onde a propriedade e o controlo não são frequentemente negociados, e existe uma alta concentração de participações acionárias nas mãos de corporações, instituições, famílias ou do governo (Report of a CEPS Working Party, 1995).

4.1. Corporate Governance no Japão

As empresas japonesas tradicionais não consideram como acionistas os “donos” da empresa (Okabe, 2009). A perceção tradicional tem sido a de que uma empresa pertence não só aos acionistas, mas também a todos os interessados, incluindo funcionários, fornecedores, clientes e outros *stakeholders* (Allen e Zhao, 2007).

A estrutura da propriedade japonesa, semelhante à da Europa Continental, é concentrada. Os grupos financeiros e industriais, representam cerca de 61% da capitalização de mercado da Bolsa de Tóquio (Lichtenberg e Pushner, 1992).

Na maioria das empresas japonesas, os membros do Conselho de Administração são seleccionados a partir de gestores séniores da empresa. Portanto, os diretores do Conselho de Administração não desempenham necessariamente o papel de agentes de acionistas externos, mas sim, são considerados como representantes de todos os colaboradores da empresa (Okabe, 2009).

²¹ Externo.

²² Interno.

Segundo Okabe (2009) e Charkham (1994), no caso Japonês, os bancos assumem um papel relevante, pois estes oferecem fundos não só a curto prazo mas também a longo prazo, através de empréstimos ou aquisição de títulos corporativos, ou seja, os bancos podem adquirir ações emitidas pela empresa cliente, e sustentam as ações de uma forma “estável”. Por conseguinte, um banco é tanto o credor e acionista para a empresa cliente, para que o banco efetivamente participe na gestão da empresa cliente.

4.2. Corporate Governance nos E.U.A. e no Reino Unido

O sistema americano de *Corporate Governance* tem sido alvo de críticas, principalmente depois dos escândalos financeiros de algumas empresas como a Enron, WorldCom, Tyco, entre outras. As críticas e as falhas apontadas sobre a ética e a eficácia dos sistemas de monitorização dos gestores como a possível perda de credibilidade do sistema financeiro, serviram, por sua vez, para se proceder a alterações legislativas e de regulamentação (Holmström e Kaplan, 2003).

Assim, é aprovado em 1932, no Reino Unido, o Relatório de *Cadbury* onde são expressas diversas recomendações às empresas cotadas para alcançar o mais elevado padrão comportamental a nível corporativo. O código reflete as melhores práticas de um bom governo das sociedades que visam reforçar o sistema de administração, aumentar a sua eficiência e controlar a prestação de contas da empresa. Deste modo, é definido no código que todos os diretores têm responsabilidades executivas, tendo um papel de monitorização e são responsáveis por garantir o controlo necessário sobre as atividades da sua empresa.

Nos E.U.A. e no Reino Unido, o Conselho de Administração é eleito pelos acionistas. O número de membros são geralmente em torno de 10 a 15 pessoas e são constituídos por diretores executivos e não executivos. O papel da gestão na empresa é implementar as políticas determinadas pelo Conselho de Administração (Allen e Zhao, 2007).

4.3. A *Corporate Governance* na Europa Continental

As regras europeias em matéria de *Corporate Governance* são aplicáveis às empresas cotadas em bolsa. Normalmente as regras não são distintas de acordo com a dimensão da empresa ou o setor de atividade. No entanto, alguns países europeus têm códigos específicos de *Corporate Governance* sob medida para pequenas e médias empresas cotadas em bolsa, por exemplo, onde o acionista poderá também ser o gerente. Esses códigos incluem recomendações que refletem a estrutura e a dimensão da empresa, que são, portanto, menos complexos para as pequenas empresas implementarem. Já noutros países, os códigos são desenhados para todas as empresas cotadas em bolsa, contendo certas colocações adaptadas às empresas mais pequenas (Green Paper, 2011).

Na Alemanha, a principal preocupação é a eficiência do controlo de gestão. Uma questão de debate regular é a influência dos bancos universais sobre as corporações através dos direitos de voto por procuração e assentos nos Conselhos de Supervisão (Report of a CEPS Working Party, 1995). De acordo com Franks e Mayer (1995), a Alemanha e a Bélgica possuem poucas empresas cotadas em bolsa, pois segundo uma amostra alemã das 171 maiores empresas, apenas 15% não tem qualquer acionista com uma participação superior a 25%. Os investidores institucionais são por vezes, os maiores acionistas mas as suas participações são raramente participações maioritárias.

Em França, as preocupações centram-se na perceção de uma oligarquia de executivos que dirigem as grandes corporações, como “reis” sem serem realmente responsáveis perante o Conselho de Administração ou a Assembleia de Acionistas (Report of a CEPS Working Party, 1995). Segundo Goergen (2007), numa amostra das 155 maiores empresas francesas cotadas em bolsa, cerca de 89% têm um acionista com uma participação acionária de pelo menos 25%. Segundo o mesmo autor, os principais acionistas são predominantes de outras empresas.

Em Itália, a estrutura é caracterizada por uma alta concentração de propriedade, predominada sobretudo pelas empresas familiares e o papel incisivo do Estado. Segundo uma amostra de 500 empresas não financeiras, cerca de 95% são

controladas com maioria absoluta. A concentração da propriedade direta é maior em grandes empresas (Bianchi e Casavola, 1995).

5. Corporate Governance em Portugal

5.1. Os Modelos de Corporate Governance em Portugal

Até final do ano de 2005, as sociedades anónimas em Portugal, poderiam adotar apenas dois modelos de governo das sociedades: O modelo Monista e o modelo Dualista. Para permitir uma maior flexibilidade na escolha do modelo de governação fazendo face aos interesses das sociedades, pelas suas características, a CMVM, em Janeiro de 2006, propôs a introdução de mais um modelo de governação: o modelo Anglo-Saxónico.

Com a publicação do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, é procedida a reformulação dos modelos de estruturação societária onde foi introduzido assim o modelo Anglo-Saxónico. Deste modo, “O Código das Sociedades Comerciais prevê a existência de três modelos distintos de estruturação do governo societário, de entre os quais as sociedades cotadas e as sociedades de grande dimensão devem escolher um, sem que seja permitida a adoção de modelos que se furtem aos parâmetros legais. Assim, admite-se a existência de um modelo Monista, de um modelo de matriz Anglo-Saxónica e de um modelo Dualista” (Franco e Viçoso, 2011, p.4).

5.1.1. Modelo Monista ou Latino

O modelo Monista ou Latino é caracterizado por um único órgão de administração da empresa. Neste modelo é reiterada a separação da gestão das decisões de administração estratégica, existindo assim um comité de administradores executivos, ou seja, uma comissão executiva no Conselho de Administração. Os administradores executivos são nomeados pelo Conselho de Administração, sendo que por sua vez, compete à Assembleia Geral a eleição de todos os membros desse Conselho. O modelo Monista recria uma dupla instância de tomada de decisões

devido à existência de uma Comissão Executiva, em que o Conselho de Administração deve supervisionar e controlar a Comissão Executiva (Silva, et. al., 2006; Franco e Viçoso, 2011).

A estrutura Monista ou Latina é constituída por três órgãos: a Assembleia Geral (AG), o Conselho de Administração (CA) e o Conselho Fiscal (CF) ou Fiscal Único (FU). No caso do modelo Monista reforçado ou Latino reforçado, estes incluem também o Revisor Oficial de Contas (ROC). O Conselho de Administração é constituído por membros executivos e não executivos e os membros do Conselho Fiscal são maioritariamente independentes²³.

No modelo Monista ou Latino, o *Chairman*²⁴ e o *Chief Executive Officer*²⁵ (CEO) podem ser ou não a mesma pessoa.

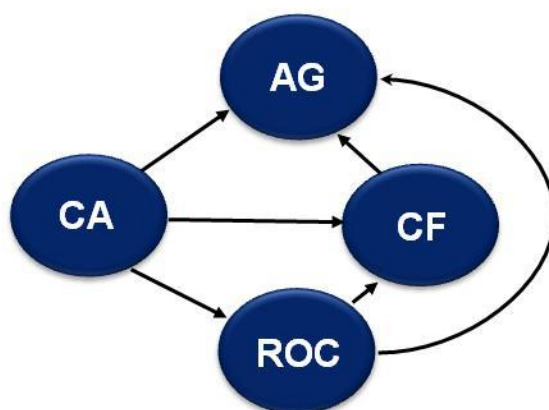


Figura 2 – Modelo Monista Reforçado ou Latino Reforçado

Fonte: Adaptado de Franco e Viçoso (2011)

²³ É considerado um membro independente quem não está associado a qualquer grupo de interesses nem se encontra em situação suscetível de afetar a sua isenção (artigo 414.º, n.º 5, CSC – vide anexo 2)

²⁴ Presidente do Conselho de Administração.

²⁵ Presidente da Comissão Executiva ou Presidente da Direção.

5.1.2. Modelo Anglo-Saxónico

O modelo Anglo-Saxónico é constituído pela Assembleia Geral (AG) e pelo Conselho de Administração (CA) onde existirá uma Comissão de Auditoria (CA) composta pelos administradores não executivos. A fiscalização da sociedade compete à Comissão de Auditoria e ao Revisor Oficial de Contas (ROC) (Franco e Viçoso, 2011).

Na estrutura Anglo-Saxónica, o Conselho de Administração é composto, no mínimo, por cinco membros, três dos quais não exercem funções executivas, fazendo parte da Comissão de Auditoria, onde pelo menos um dos administradores do Conselho de Administração tem de ser independente (CMVM, 2006).

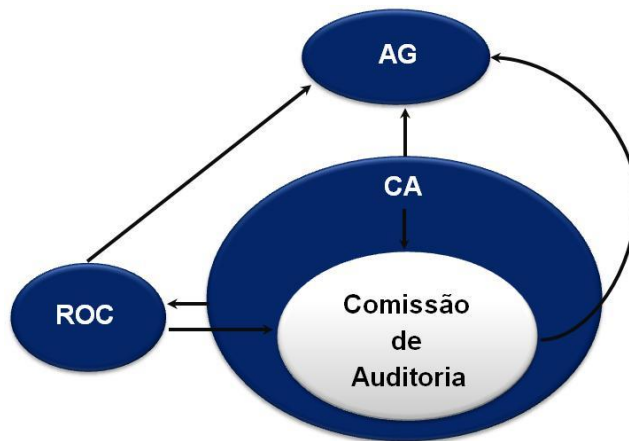


Figura 3 – Modelo Anglo-Saxónico Reforçado

Fonte: Adaptado de Franco e Viçoso (2011)

5.1.3. Modelo Dualista

O modelo Dualista é caracterizado pela existência de dois órgãos de administração da empresa: o “*Supervisory Board*” e o “*Management Board*” (Silva et. al., 2006).

Este modelo é assim constituído por quatro órgãos: Assembleia Geral (AG), Conselho Geral e de Supervisão (CGS), Conselho de Administração Executivo (CAE) e Revisor Oficial de Contas (ROC). O Conselho Geral é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral e os mesmos podem ser ou não acionistas. O Conselho Geral e de Supervisão deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos como avaliar o desempenho dos membros do Conselho Executivo. O Conselho Executivo é composto por membros eleitos pelo Conselho Geral ou pela Assembleia Geral. Na estrutura Dualista o *Chairman* e o CEO são duas pessoas distintas (Silva et. al., 2006 e Franco e Viçoso, 2011).

No modelo Dualista reforçado, a administração da sociedade é exercida através da atuação do Conselho de Administração executivo e a fiscalização da sociedade é exercida através do Conselho Geral e de Supervisão e de um ROC. A existência da Comissão para as Matérias Financeiras criada no seio do Conselho Geral e de Supervisão tem como tarefa principal o “controlo interno e gestão de risco” na sociedade, ou seja, a fiscalização dos domínios que digam respeito à informação financeira, às práticas contabilísticas e à revisão oficial de contas e auditoria da sociedade (IPGG, 2011).

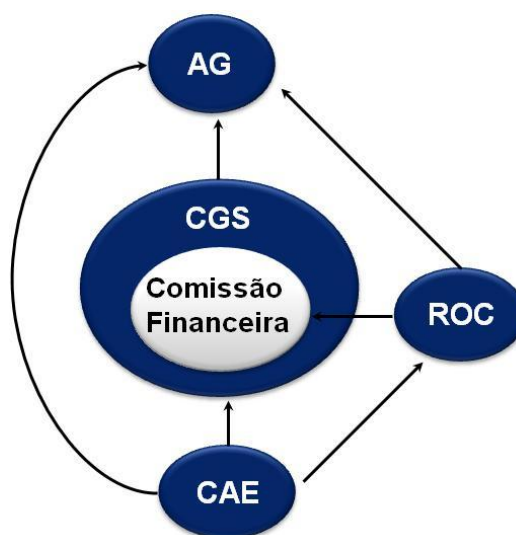


Figura 4 – Modelo Dualista Reforçado

Fonte: Adaptado de Franco e Viçoso (2011)

6. Enquadramento Legal da *Corporate Governance*

6.1. Enquadramento Legal da *Corporate Governance* no Mundo

Na sequência dos escândalos financeiros, foram publicados alguns livros sobre fraude empresarial, como de Howard Schilit que em 1993 publicou a primeira edição do seu livro intitulado “*Financial Shenanigans in 1993*” e de Mulford e Comiskey que em 2002 publicou um livro semelhante com muitos outros exemplos. Estas divulgações causaram uma indignação alargada e resultaram nomeadamente, no Relatório de *Cadbury* (UK) em 1992, nos Princípios da OCDE em 1999 e no *Sabanes-Oxley Act* (SOX) em 2002.

6.1.1. Relatório de *Cadbury*

A primeira versão do código de *Corporate Governance* no Reino Unido foi produzida em Dezembro de 1992, designado por *The Cadbury Report*. No código são referidos os princípios subjacentes das boas práticas do governo das sociedades:

- Clarificação das responsabilidades e deveres da administração na análise e apresentação das informações sobre o desempenho financeiro das empresas para os acionistas e outras partes interessadas, apelando a uma separação de funções do *Chairman* e do CEO;
- Definição dos deveres dos administradores não executivos e sua remuneração. No código é recomendada a inserção de pelo menos três administradores não executivos (na sua maioria independentes) com responsabilidades no acompanhamento da atuação dos membros executivos. Foi sugerido que fosse prestada a informação sobre a remuneração do *Chairman* e do administrador com a maior remuneração;

- Transparência, clareza e controlo na prestação de informação financeira foi assegurada através das recomendações respeitantes aos comitês de auditoria, à independência dos auditores e ao controlo interno das sociedades.

Sucedendo o relatório de *Cadbury*, em Julho de 2003, o *Financial Reporting Council* (FRC) publica o “*Combined Code on Corporate Governance*” para apoiar a divulgação de resultados e proporcionar confiabilidade às demonstrações financeiras das empresas. Este relatório introduz o princípio de “*comply or explain*”²⁶, que indica que as empresas devem cumprir todas as práticas de governo das sociedades e caso não adotarem alguma prática, explicar a devida razão.

Em 2010 surge o novo Código, validando e revendo as recomendações enunciadas no Relatório de *Cadbury - The UK Corporate Governance Code* – reforçando uma melhor interação e comunicação entre os acionistas e gestores, nomeadamente, para as sociedades cotadas em bolsa. O novo código tem também como objetivo promover uma maior clareza e compreensão no que diz respeito às tarefas dos membros do Conselho de Administração e o *Chairman* é incentivado a relatar todos os anos o relatório e contas da empresa como os princípios de bom governo que são aplicados pela mesma (*The UK Corporate Governance Code*, 2010).

6.1.2. Princípios da OCDE

No seguimento da publicação dos primeiros códigos europeus como o Relatório de *Cadbury*, surge em 1999, os “Princípios do Governo das Sociedades” publicados pela OCDE. “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades tornaram-se uma referência internacional para decisores políticos, investidores, sociedades e outros sujeitos com interesses relevantes em todo o mundo” (OCDE, 2004, p.3). Com o surgimento de novas preocupações a OCDE sente a necessidade de rever os Princípios de 1999 publicando em 2004 os Princípios revistos.

²⁶ Cumprir ou Explicar

Os princípios da OCDE preconizam²⁷:

- Deve ser considerada a designação de membros não executivos e membros independentes para o órgão de administração;
- Quando existam comissões no órgão de administração as suas funções e composição devem estar definidas;
- Deve ser divulgada informação sobre estruturas e políticas de governo;
- Processo formal e transparente para a nomeação e eleição do órgão de administração.

6.1.3. Action Plan²⁸

Com a necessidade de estimular a confiança dos investidores no mercado e garantir uma maior interação entre os diversos acionistas e gestores (agentes), em 2003 a Comissão Europeia elaborou o *Action Plan onde são enumerados três grandes objetivos* (que foram sendo revistos):

- Aumentar a transparência:

Reforço da transparência das práticas de governo das sociedades, solicitando às empresas o dever de divulgar operações e fornecer informações sobre a gestão corporativa perante os investidores e a sociedade. (*European Commission, 2012*).

- Reforço dos direitos dos acionistas:

Reforço no processo de decisão dos acionistas através das participações nas reuniões e exercício do direito de voto transfronteiriço (o direito do voto por

²⁷ OCDE (2004).

²⁸ Plano de Ação da Comissão Europeia para o *Corporate Governance*.

correspondência, eletrónico ou procuração quando os acionistas residem em Estado diferente do da respetiva sociedade (*European Commission*, 2012).

- Aumento da eficiência e promover a competitividade das empresas:

De modo a promover o aumento da eficiência e competitividade das empresas surgiu a necessidade de simplificar as operações transfronteiriças das empresas europeias, particularmente no caso das pequenas e médias empresas. (*European Commission*, 2012).

6.1.4. Sarbanes-Oxley Act

Na sequência dos escândalos económico-financeiros, das fraudes contabilísticas, da falta de transparência e credibilidade das demonstrações financeiras publicadas pelas empresas envolvidas neste tipo de escândalos, a 30 de Julho de 2002, é assinada nos E.U.A., a *Sarbanes-Oxley Act* – também conhecida por SOX – que se destina a proteger os investidores através do rigor e da fiabilidade das demonstrações financeiras das empresas com títulos cotados em bolsa (SOX, 2002).

Assim, o *Chief Executive Officer* (CEO) e o *Chief Financial Officer* (CFO)²⁹ devem certificar que os relatórios trimestrais e anuais estão em conformidade com os requisitos da *Securities Exchange Commission* (SEC)³⁰ e apresentem adequadamente a posição financeira da empresa. Os relatórios anuais das empresas terão que conter um relatório específico sobre o controlo interno, de modo a certificar a responsabilidade dos órgãos de gestão pela “conceção, manutenção e avaliação da eficácia dos controlos internos da informação financeira” (Silva et. al., 2006, p.59). Caso os relatórios se encontrem incompletos ou incorretos de acordo com os requisitos SEC, a certificação culposa desses relatórios pode ser punida com coimas até um milhão de dólares e/ou até dez anos de prisão. As certificações falsas

²⁹ Responsável pela área Financeira.

³⁰ Comissão de Valores Mobiliários nos Estados Unidos da América.

ou falsificação de relatórios financeiros deve resultar em coimas até 5 milhões de dólares e/ou prisão até 20 anos (SOX, 2002, secção 906).

No mesmo sentido é criado, o *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), uma entidade pública sujeita à regulação e supervisão da SEC. Esta organização é responsável pela supervisão da auditoria das empresas cotadas e pelo estabelecimento de *standards* para os relatórios de auditoria. Todas as empresas de auditoria devem estar registadas no PCAOB (Silva et. al., 2006).

A independência dos auditores, dita que as empresas de auditoria estão proibidas de fornecer serviços “não-auditoria” como por exemplo serviços de consultoria (Silva et. al., 2006).

Além destas disposições, são regulados pelo SOX outros diversos aspetos específicos do governo das sociedades cotadas, nomeadamente³¹:

- Cada relatório anual e trimestral elaborado de acordo os normativos SEC tem que divulgar todas as transações materialmente relevantes não presentes no balanço;
- São proibidos os empréstimos pessoais pelas empresas aos administradores e diretores;
- Qualquer pessoa que tenha violado as normas antifraude, pode ser proibida de exercer cargos de administração ou direção.

Em 16 de Agosto de 2002, a Bolsa de Valores de Nova Iorque - New York Stock Exchange (NYSE), submeteu à SEC para aprovação final uma revisão dos requisitos para admissão à cotação (NYSE, 2002). As novas regras para admissão à cotação da NYSE vão para além dos requisitos de independência do auditor requeridos pelo *Sarbanes-Oxley Act*. Na composição do Conselho de Administração é exigida uma maioria de administradores independentes, e que este deve dispor de três comissões (nomeações, renumerações e auditoria), todas elas constituídas por administradores independentes (NYSE, 2002 e Silva et. al., 2006).

³¹ Romano (2004).

6.2. Enquadramento Legal da *Corporate Governance* em Portugal

O governo das sociedades, em Portugal, tem duas grandes vertentes normativas: O Código das Sociedades Comerciais (CSC) e o Código dos Valores Mobiliários (CMVM) (Silva et. al., 2006).

6.2.1. Código das Sociedades Comerciais

O Código das Sociedades Comerciais (CSC) foi aprovado em 1986³² com a necessidade de adaptar a legislação portuguesa às diretivas da Comunidade Económica e Europeia (CEE). No código estão definidos os direitos e deveres dos sócios, dos administradores e dos membros dos órgãos de fiscalização, realçando a proteção dos sócios minoritários e dos credores, entre os quais se incluem os trabalhadores (Silva et. al., 2006).

6.2.2. Recomendações da CMVM

A CMVM, sendo a entidade responsável pela supervisão e pela regulação do mercado de valores mobiliários português, está atenta à viabilidade financeira prestada pelas sociedades cotadas como à avaliação do desempenho dessas sociedades. Deste modo, em 1999 a CMVM apresentou um conjunto de 15 recomendações dirigidas às sociedades cotadas e duas recomendações destinadas aos investidores institucionais. Os objetivos destas recomendações visam num conjunto de práticas sobre um bom governo societário, de modo a fomentar a eficiência e o bom desempenho das sociedades cotadas, através do aumento da “transparência sobre a sua estrutura organizativa interna”, “facilitar o exercício de controlo acionista por parte dos investidores”, “evitar a adoção de mecanismos que dificultem o controlo do governo da sociedade pelo mercado” e “aconselham

³² Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

formas de organização e de funcionamento dos órgãos de administração tendo em vista assegurar a plena representatividade da pluralidade de interesses dos acionistas no processo de tomada de decisões” (Alves e Mendes, p.59).

Contudo, desde a sua génese, em 1999, o conjunto de recomendações da CMVM sofreu algumas revisões de modo a aperfeiçoar as boas práticas de governo das sociedades (Silva et. al., 2006).

No quadro 2 são apresentados por ordem cronológica os principais regulamentos e códigos do governo das sociedades provenientes da CMVM e respetivo âmbito.

Quadro 3 – Regulamentos e Código das Sociedades Comerciais da entidade CMVM

Ano	Documento	Assunto
2001	Regulamento 7/2001	A CMVM adota o princípio “ <i>comply or explain</i> ” onde as sociedades cotadas terão que fazer a divulgação anual das práticas seguidas em matéria de governo societário.
2003	Regulamento 11/2003 (revisão do regulamento 7/2001)	O Governo das Sociedades Cotadas prevê que o órgão de administração distinga entre membros executivos e não executivos e membros independente e não independentes.
2005	Alteração dos Regulamentos da CMVM no 7/2001 e n.º 4/2004 relativos ao Governo das Sociedades e a Deveres de Informação	Reforça o sistema de fiscalização e a ampliação da transparência como a remuneração dos administradores, a política de comunicação de irregularidades e as qualificações dos administradores.
2007	Código do Governo das Sociedades	O Código do Governo das Sociedades propõe 43 Recomendações, agrupadas em três partes principais: Assembleia-geral, Órgãos de Administração e Fiscalização e Informação e Auditoria.
2007	Regulamento 1/2007	Reforçou-se a independência dos titulares dos órgãos sociais responsáveis por funções de fiscalização da vida societária.
2010	Código do Governo das Sociedades	Aclama temas importantes nas áreas de remuneração dos administradores; sistemas internos de controlo e gestão de riscos; relatório anual sobre o governo da sociedade e independência dos auditores externos.
2010	Regulamento 1/2010 (revisão e revogação do Regulamento 1/2007)	Informar a divulgar sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Fonte: Informação fornecida pela CMVM

As recomendações da CMVM são enunciadas por seções dirigidas em especial ao:³³

- Assembleias Gerais e Informação;

³³ Relatório Anual do Governo das Sociedades Cotadas em Portugal (2012).

- Conselho de Administração;
- Conselho Geral e de Supervisão, Comissão para as Matérias Financeiras, Comissão de Auditoria e Conselho Fiscal;
- Auditores;
- Remunerações.

Todas as empresas cotadas em bolsa devem obedecer ao código das boas práticas do governo das sociedades, e se não o fizerem, estas devem explicar e justificar devidamente porque não o fazem, seguindo o princípio de “*comply or explain*”. Isso significa que as empresas que são obrigadas a cumprir com as recomendações definidas no código das boas práticas nem sempre têm de cumprir com todas as regras desse código, caso uma determinada regra não seja adequada devido a circunstâncias particulares da empresa, como o modelo de *Corporate Governance* por ela adotado e à sua estrutura. Assim, a empresa poderá escolher uma outra solução adaptável às suas características onde terá que justificar as razões e as soluções alternativas no relatório anual do Governo das Sociedades (Silva, 2004).

Desde modo, “compete assim à CMVM verificar se as sociedades dão cumprimento efetivo ao dever de explicar a não adoção das recomendações” (CMVM, 2011, p.106).

Segundo o Relatório Anual do Governo das Sociedades Cotadas (2012), em 2010, em média, as empresas registaram um decréscimo de 6% no cumprimento das recomendações face a 2009 devido às novas recomendações introduzidas no código societário da CMVM³⁴.

³⁴ O conjunto de recomendação em 2010 aumentou para 54 (ao invés de 43) e as já existentes sofreram novas exigências.

7. Corporate Governance e Corporate Performance

Segundo Monks e Minow (1996, p.225) “melhorar a eficácia da administração das empresas baseia-se na suposição de que o desempenho da direção pode ser medido, de alguma forma significativa”. Como diz Weisbach (1988), um bom governo das sociedades melhora claramente a *performance* de uma empresa. Contudo, existem estudos como o de Bathala e Rao (1995) e de Hutchinson (2002) que encontraram uma relação negativa entre o governo das sociedades e a *performance* da empresa. Alguns autores como por exemplo Prevost et. al. (2002) e Hermalin e Weisbach (2003) não encontram qualquer relação entre as características de *Corporate Governance* e a *performance* da empresa.

7.1. Composição do Conselho de Administração

7.1.1. Dimensão do Conselho de Administração

Investigando a influência que a composição do Conselho de Administração poderá refletir nas medidas de *performance* financeira das empresas, realizou-se uma revisão de literatura onde se analisaram estudos já realizados sobre este tema.

A evidência empírica fornecida por Jensen (1993), Lipton e Lorsh (1992) e Bennedsen, et. al. (2004) mostra que os conselhos de administração de grande dimensão são menos propícios a um funcionamento eficaz e a uma maior probabilidade de serem controlados pelo CEO. Ou seja, os autores encontraram uma relação negativa entre a dimensão do Conselho de Administração e a *performance* da empresa quando o primeiro é demasiado grande.

Sugere a pesquisa desenvolvida por Anderson et. al. (2004) e Boone et. al. (2006) que a dimensão do Conselho de Administração deve ser proporcional à dimensão da empresa e que esta varia também de acordo com a complexidade do negócio da mesma.

As pesquisas desenvolvidas por Yermack (1996), Eisenberg et. al. (1998), Conyon e Peck (1998), e Patro et. al. (2003) encontram uma relação negativa entre a dimensão do Conselho de Administração e o valor da empresa, representado pelo Q de Tobin. Hermalin e Weisbach (2003) encontraram resultados que ditam que a composição do Conselho de Administração e a *performance* da empresa não estão relacionados.

Em contrapartida, Daily et. al. (2000) e Drobetz et. al. (2004) encontraram uma relação positiva entre a dimensão do Conselho de Administração e a *performance* da empresa.

- **Recomendações da CMVM**

A CMVM não evidencia uma dimensão ótima para o Conselho de Administração, pois a dimensão para cada Conselho de Administração deve ser ajustada tendo em conta a dimensão da empresa e suas características. Por isso, a CMVM não faz nenhuma recomendação específica quanto ao número de membros que devem fazer parte do Conselho de Administração, ou seja, esta não define limite máximo ou mínimo do número de membros, mas especifica que os mesmos devem exercer uma orientação efetiva na gestão da empresa (CMVM, 2006). A CMVM apenas estabelece que “o Conselho de Administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta a efetiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da atividade dos membros executivos” (CMVM, 2012, p.69).

7.1.2. Independência do Conselho de Administração

Averiguando de que forma a independência do Conselho de Administração poderá influenciar a *performance* financeira das empresas, realizou-se uma revisão de literatura sobre o assunto de modo a obter conhecimento sobre as conclusões já investigadas anteriormente.

O estudo pioneiro sobre a importância da independência nos órgãos de administração foi desenvolvido por Fama e Jensen (1983b), onde mostram que os órgãos independentes e não executivos, têm maiores incentivos para executar tarefas de monitorização sobre as atividades de gestão, agindo para proteger os interesses dos acionistas.

A investigação empírica de Beasley (1996) e Dechow et. al. (1996) e Farber (2005) revela que os Conselhos de Administração com um maior número de membros não executivos revelaram uma menor tendência para a fraude financeira.

De acordo com a investigação de Bhagat e Black (2001), registaram uma relação negativa entre a independência do Conselho de Administração e a *performance* da empresa.

No estudo realizado por Vance (1964) foi encontrada uma relação positiva entre a proporção de administradores independentes e a *performance* da empresa.

- **Recomendações da CMVM**

Em relação aos membros independentes do Conselho de Administração a CMVM não propõe um número ideal de membros independentes mas recomenda que “de entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores” (CMVM, 2012, p.69).

7.1.3. Dimensão e Composição dos Conselhos de Administração Executivos e das Comissões Executivas

A CMVM recomenda que “os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas”,

como “o Presidente da Comissão Executiva deve remeter, prospectivamente, ao Presidente do Conselho de Administração e, conforme aplicável, ao Presidente do Conselho Fiscal ou da Comissão de Auditoria, as convocatórias e as atas das respectivas reuniões” e “o Presidente do Conselho de Administração executivo deve remeter ao Presidente do Conselho Geral e de Supervisão e ao Presidente da Comissão para as Matérias Financeiras, as convocatórias e as atas das respectivas reuniões” (CMVM, 2012, p.70).

7.1.3.1. Substituição dos membros do Conselho de Administração

A substituição dos membros do Conselho de Administração tem servido de investigação em vários estudos de modo a perceber qual o impacto dessa alteração na *performance* financeira nas empresas cotadas em bolsa nos mais diversos países.

Assim, de acordo com a investigação empírica de Kaplan (1994), nos E.U.A., a substituição do Conselho de Administração está negativamente relacionada com os resultados da *performance* financeira da empresa. Kang e Shivdasani (1995) encontram também uma relação negativa entre a alteração do Conselho de Administração e a *performance* das empresas numa amostra direcionada a empresas japonesas. Os autores concluem ainda que a probabilidade de substituição do Conselho de Administração aumenta quando a empresa apresenta um baixo nível de *performance* em matéria acionária. A pesquisa desenvolvida por Renneboog (2000) reforça que, também nas empresas belgas cotadas em bolsa, aumenta a probabilidade de mudança dos diretores executivos, membros da comissão de gestão e do CEO quando as mesmas registam um baixo nível de *performance*. O mesmo acontece no caso das grandes empresas cotadas em bolsa, em Espanha, onde Gispert (1998), aponta para uma relação negativa entre a alteração dos membros do Conselho de Administração e a *performance* da empresa.

Esses estudos mostram que as alterações dos executivos de topo estão negativamente relacionados com a *performance* financeira da empresa.

7.1.3.2. Substituição do CEO

A pesquisa fornecida por Denis e Denis (1995) afirma que a *performance* da empresa revela, num contexto geral, uma melhoria após uma mudança do CEO na empresa. O estudo empírico efetuado por Hermalin e Weisbach (2003) recomenda a substituição do CEO quando este atinge níveis de *performance* mais reduzidos que o previsto, o que naturalmente irá ter impacto na monitorização da empresa dirigida pelo Conselho de Administração. A investigação de Weisbach (1988) diz-nos que quando o Conselho de Administração é dominado por órgãos não executivos, a alteração do CEO na empresa torna-se mais delicada no que diz respeito à *performance* da empresa quando comparado com o Conselho de Administração dominado por diretores executivos. Huson, et. al. (2004) concluem que a mudança do CEO está associada com a *performance* financeira da empresa.

De acordo com a teoria de DeFond e Hung (2004), os países que possuem um forte sistema de proteção dos investidores, têm uma probabilidade mais elevada no desenvolvimento dos sistemas de *Corporate Governance* onde podem alcançar um maior sucesso de modo a travar os mandatos do CEO que apresentem uma *performance* mais reduzida.

Parte II – Estudo Empírico

1. Metodologia de Investigação

Neste capítulo será feita uma análise empírica sobre a relação entre a composição do Conselho de Administração das empresas e as medidas de *performance* das empresas cotadas em bolsa.

Descrevem-se as hipóteses de investigação a analisar, a metodologia, as variáveis em análise e a amostra utilizada. Posteriormente serão apresentados os resultados da análise, as conclusões e as limitações do estudo.

1.1. Hipóteses de Investigação

Este estudo tem como objetivo principal analisar a relação entre as características do Conselho de Administração e as medidas de *performance* das empresas portuguesas cotadas em bolsa: pretende-se avaliar se a *performance* da empresa depende da dimensão do Conselho de Administração, da independência do Conselho de Administração e da substituição do CEO.

- **Relação entre a dimensão do Conselho de Administração e a *performance***

Acreditamos que com o aumento do número de membros do Conselho de Administração, a empresa registará uma melhor *performance*.

No entanto não há consenso sobre a existência de uma relação entre a dimensão do Conselho de Administração e a *performance* das empresas. Há autores que detetam uma relação negativa (Yermack, 1996), outros uma relação positiva (Coles et. al.,

2008) e outros não encontram mesmo qualquer relação (Hermalin e Weisbach, 2003).

Existindo relação entre a *performance* da empresa e a dimensão do Conselho de Administração esta pode não ser linear. Embora seja necessário controlar o crescimento da empresa, terá que haver um número limitado de membros do Conselho de Administração para um bom funcionamento do mesmo. Chiyachantana et. al. (2005) e Monterrey and Sanchez-Segura (2007) propuseram uma relação não linear sob o proposto de que há uma dimensão ótima para o Conselho de Administração (Fig. 5): a partir de um determinado número de membros do Conselho de Administração (A) a relação entre a *performance* e a dimensão do Conselho de Administração é negativa.

- **Relação entre a independência do Conselho de Administração e a *performance***

Segundo Fama e Jensen (1983b) os membros independentes e não executivos do Conselho de Administração são mais capazes para controlar as tarefas de gestão da empresa; por outro lado quanto maior o número de membros, menor será a probabilidade de fraude financeira, segundo Beasley (1996) e Dechow et. al. (1996) e Farber (2005).

Tal como acontece com o limite máximo da dimensão do Conselho de Administração, podemos considerar também um limite máximo para o nível de independência do Conselho de Administração, a partir do qual as vantagens da independência do Conselho de Administração não se aplicam mais. No entanto, segundo as recomendações da CMVM, não é possível que o Conselho de Administração seja inteiramente composto por membros independentes e devem existir pelo menos 25% de administradores independentes no Conselho de Administração³⁵. Assim à semelhança do que é sugerido para a dimensão do Conselho de Administração, segundo Chen et. al. (2011) a relação entre a

³⁵ Recomendação II.1.2.2 - Vide anexo 3.

performance e o nível de independência do Conselho de Administração pode não ser linear. Para tal, até atingir um certo ponto crítico (o ponto A como mostra a figura 5) espera-se que a relação entre o nível de independência do Conselho de Administração e a *performance* seja positiva, a partir do qual se torna negativa.

Barnhart e Rosenstein (1998) encontraram uma relação não linear entre a independência do conselho de administração e o valor da empresa (Q de Tobin).

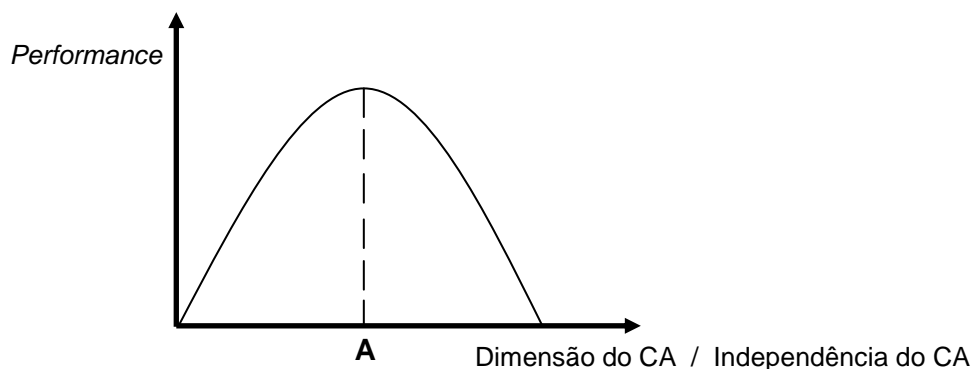


Figura 5 – Exemplificação da relação entre a *performance* e a Dimensão do Conselho de Administração / Independência do Conselho de Administração

• Relação entre a substituição de CEO e a *performance*

Segundo Hermalin e Weisbach (2003) quando a empresa atinge reduzidos níveis de *performance* deve-se substituir o CEO da empresa. Assim, com a alteração do CEO espera-se uma melhoria dos níveis de *performance* da empresa (Denis e Denis, 1995).

➤ Influência de Fatores Externos

A relação entre a *performance* da empresa e as variáveis que caracterizam o Conselho de Administração dependerá, necessariamente, de outras características da empresa como a sua dimensão, o crescimento, a sua estrutura financeira e o nível de endividamento.

1.2. Variáveis

Consideram-se as variáveis que caracterizam a *performance* da empresa como variáveis dependentes. As variáveis que caracterizam o Conselho de Administração são consideradas variáveis explicativas; os fatores externos que potencialmente influenciam a relação entre as variáveis de *performance* e as características do Conselho de Administração, são consideradas variáveis de controlo.

No quadro 4 apresentam-se uma sistematização de todas as variáveis consideradas no nosso estudo e que se justificam de seguida.

1.2.1. Variáveis Dependentes

As variáveis de *performance* financeira são fruto do resultado financeiro obtido através de informações contabilísticas da empresa.

Na nossa investigação utilizaremos quatro variáveis dependentes:

- **Tobin's Q Ratio (Q de Tobin)**

O Q de Tobin foi desenvolvido por Tobin (1969) e mede a razão entre o valor de mercado dos ativos da empresa e o seu valor a custo de reposição.

Os estudos empíricos de Hermalin e Weisbach (1991), Yermarck (1996), Agraway e Knober (1996), Barnhart e Rosenstein (1998), Himmelberg et. al. (1999), Demsetz e Vialonga (2001), Bhagat e Black (2002), Harvey et. al., (2003), Beiner et. al., (2004), Bauer et. al., (2004), Krivogorsky (2006), Bhagat e Bolton (2008), Sarkar e Sarkar (2008), Bhagat e Bolton (2008), Jackling e Johl (2009), entre outros, estudaram a relação entre a estrutura de *Corporate Governance* e a *performance* da empresa utilizando o Q de Tobin.

O Q de Tobin pode ser calculado por uma simples aproximação (Chung e Pruitt, 1994)

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios} + \text{Dívida}}{\text{Ativo Total Líquido}}$$

- **Return On Equity (ROE)**

Segundo Walsh (1996) o indicador ROE – Rentabilidade dos Capitais Próprios – é um dos rácios mais importantes para medir a rentabilidade das empresas. O ROE mede o retorno do capital aplicado pelos acionistas, ou seja, mede a rentabilidade que a empresa gera com o capital dos seus acionistas.

Na investigação empírica de Core et. al. (1998), Bauer et. al., (2004) e Krivogorsky (2006) é utilizado como medida de *performance* o ROE.

O ROE é calculado pelo rácio entre o Resultado Líquido da empresa e os seus Capitais Próprios.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capitais Próprios}}$$

- **Return On Assets (ROA)**

De acordo com Walsh (1996) o indicador ROA – Rentabilidade do Ativo Total Líquido – é a segunda grande medida de *performance* das empresas. O ROA é medido pela capacidade de como os ativos das empresas geram resultados operacionais.

Os estudos empíricos de Barber e Lyon (1996), Beiner et. al., (2004) Krivogorsky (2006), Bhagat e Bolton (2008), Jackling e Johl (2009) usaram este indicador como medida de *performance* operacional da empresa.

O ROA é calculado através do rácio entre o Resultado Líquido e o Ativo Total Líquido.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo Total Líquido}}$$

- ***Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization***
(EBITDA)

O EBITDA é uma medida amplamente utilizada para avaliar a *performance* das empresas (Frezatti e Aguiar, 2007).

Na investigação empírica de Acharya e Kehoe (2008), Arntz (2010) utilizaram como medida de performance o EBITDA.

Segundo Lie e Lie (2002) a *performance* da empresa medido pelo indicador EBITDA é estatisticamente mais viável do que medido pelo EBIT (*Earnings Before Interest, Taxes*).

O EBITDA é medido pelos lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações.

$$\text{EBITDA} = \text{Lucro Operacional}$$

1.2.2. Variáveis Explicativas

As variáveis de estrutura de *Corporate Governance* utilizadas neste estudo são definidas pela composição do Conselho de Administração das empresas.

- **Dimensão do Conselho de Administração (DIM_CA)**

Um dos objetivos desta dissertação é verificar uma possível associação entre a dimensão do Conselho de Administração e a *performance* financeira da empresa.

De acordo com Anderson et. al. (2004) a dimensão do Conselho de Administração (DIM_CA) é obtida pela divisão do número total de membros do Conselho de Administração pelo logaritmo natural do Ativo Total Líquido.

$$DIM_CA = \frac{\text{Nº Total de Membros do Conselho de Administração}}{\text{Ln (Ativo Total Líquido)}}$$

- **Independência dos Órgãos de Administração (IND_CA)**

Outra questão importante a averiguar nesta dissertação é saber de que forma a independência dos órgãos de administração influenciam o comportamento das medidas de *performance* financeira nas empresas cotadas em Portugal.

Segundo a pesquisa desenvolvida por Beasley (1996) e Dechow et. al. (1996), a independência dos órgãos de administração (IND_CA) pode ser avaliada pela proporção de membros independentes no Conselho de Administração.

$$IND_CA = \frac{\text{Nº de membros independentes}}{\text{Nº total de membros do CA}}$$

- **Substituição do CEO (CEO)**

De acordo com a revisão de literatura efetuada, a substituição do CEO é um fator importante na *performance* financeira das empresas.

Para detetar a substituição do CEO define-se uma variável artificial binária que assumirá o valor 1 tendo havido alteração no CEO de um ano para o outro e 0 caso de mantenha a mesma pessoa no cargo de CEO.

CEO = 1 – Houve substituições do CEO;

CEO = 0 – Não houve substituições do CEO.

1.2.3. Variáveis de Controlo

A seleção das variáveis de controlo foi efetuada com base na possível influência que as mesmas podem exercer sobre as variáveis dependentes e sobre as variáveis explicativas. Deste modo, para esse efeito foram escolhidas quatro variáveis de controlo:

- **Dimensão da Empresa (DIM_CA)**

Estudos empíricos como os Rajan e Zingales (1995), Krivogorsky (2006) e Belkhir (2009) encontraram uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a *performance* financeira da mesma. Já Agrawal e Knober (1996) e Klapper e Love (2004) encontraram uma relação negativa.

Os trabalhos desenvolvidos por Bhagat e Black (2000) e Romano (1996) não obtiveram resultados conclusivos sobre a existência da relação entre a dimensão da empresa e a *performance* da mesma.

Segundo Yermack (1996) a dimensão da empresa é medida pelo logaritmo natural do valor do Ativo Total Líquido.

$$\text{Dimensão da Empresa} = \text{Ln} (\text{Ativo Total Líquido})$$

- **Leverage (LEV)**

Conforme Walsh (1996), o indicador *Leverage* – Alavacagem – é uma das medidas de decisão mais importantes para determinar a saúde financeira das empresas. O *leverage* mede o nível de endividamento da empresa.

Estudos científicos de Ozkan (2001) e Miguel e Pindado (2001) utilizaram como variável de controlo o *Leverage* quando procuravam averiguar relações entre as medidas de *performance* e a composição de *Corporate Governance*.

Este indicador é calculado pela divisão entre o Passivo e o Capital Próprio.

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Passivo}}{\text{Capital Próprio}}$$

- **Oportunidades de Crescimento da Empresa (CRESC)**

Na investigação empírica de Jensen (1986). Bhagat e Black (2002) e Klapper e Love (2004) utilizou-se como variável de controlo as oportunidades de crescimento da empresa medida pela taxa de crescimento da empresa.

Segundo os autores, esta medida apresenta a taxa de crescimento da empresa em relação ao ano anterior.

$$\text{Oportunidades de Crescimento da Empresa} = \frac{\text{Ativo Total Líquido}_n}{\text{Ativo Total Líquido}_{n-1}}$$

- **Estrutura Financeira (ESTR_FIN)**

Os autores Agrawal e Knober (1996) utilizaram na sua investigação a variável de estrutura financeira, numa variável artificial binária onde distinguem as empresas financeiras das empresas não financeiras.

Estrutura Financeira = 1 – A empresa é financeira;

Estrutura Financeira = 0 – A empresa não é financeira.

Quadro 4 – Variáveis Dependentes, Explicativas e de Controlo

Variáveis	Código	Fórmula	Fonte
<u>Dependentes:</u>			
Q de Tobin	Q-Tobin	Valor de Mercado dos Capitais Próprios + Dívida / Ativo Total Líquido	Relatório e Contas
ROE	ROE	Resultado Líquido / Capitais Próprios	Relatório e Contas
ROA	ROA	Resultado Líquido / Ativo Total Líquido	Relatório e Contas
EBITDA	EBITDA	Lucro Operacional	Relatório e Contas
<u>Explicativas:</u>			
Dimensão do Conselho de Administração	DIM_CA	Nº Total de Directores no CA / Ln (Ativo Total Líquido)	Relatório do Governo das Sociedades
Nível de Independência do Conselho de Administração	IND_CA	Nº de Directos Independentes / Nº Total de Directores	Relatório do Governo das Sociedades
Substituição do CEO	CEO	1 - Houve substituição do CEO 0 - Não houve substituição do CEO	Relatório do Governo das Sociedades
<u>Controlo:</u>			
Dimensão da Empresa	DIM_EMP	Ln (Ativo Total Líquido)	Relatório e Contas
Leverage	LEV	Passivo / Capital Próprio	Relatório e Contas
Oportunidade de Crescimento	CRESC	Ativo Total Líquido (ano n) / Ativo Total Líquido (ano n-1)	Relatório e Contas
Estrutura Financeira	ESTR_FIN	1 - Empresa financeira 0 - Empresa não é financeira	Relatório e Contas

1.3. Amostra

Os dados utilizados referem-se a 40 empresas portuguesas emitentes de valores mobiliários admitidas à negociação na *Euronext Lisbon* (PSI 20 e PSI Geral) entre 2007 e 2011. As 40 empresas portuguesas foram selecionadas tendo em conta a informação disponível pela CMVM no período em análise. A amostra é composta por 200 observações, obtida pela evidência relatada nas 40 empresas no período de cinco anos. As empresas que não possuíam toda a informação necessária à construção da base de dados foram retiradas da análise por falta de informação. As informações foram recolhidas através do Relatório e Contas para obter dados para as variáveis de *performance* e de controlo e através do Relatório do Governo das Sociedades para obter informações sobre a composição do Conselho de Administração das empresas em análise.

1.4. Modelo Empírico

Para testar as hipóteses formuladas do capítulo 1.1 construíram-se modelos lineares (integrando as hipóteses das não linearidades descritas) cujos parâmetros se estimaram através do *software* econométrico GRET (Gnu Regression, Econometric and Time-series Library) (Cottrel e Lucchetti, 2010).

A natureza dos dados em painel (cronológicos - séries de cinco anos - e relativos a 40 empresas) sugere a utilização de modelos lineares que incorporem, em simultâneo, a informação relativa às 40 empresas consideradas na amostra (dados seccionais) e aos cinco anos (dados cronológicos).

Segundo Hsiao (1986) os modelos para dados em painel controlam a heterogeneidade presente nos indivíduos (neste caso, empresas).

O modelo geral que consideraremos para estimação utilizando o Método dos Mínimos Quadrados (MMQ) é:

$$Y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \delta_1 Z_{1it} + \dots + \delta_w Z_{wit} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

em que:

- Y_{it} se refere a uma das variáveis de *performance* (Q-Tobin, ROE, ROA ou EBITDA), $i=1$ a 40 referindo-se a cada uma das empresas e $t=1$ a 5 o índice do tempo;
- X_{kit} se refere a cada uma das três ($k=1$ a 3) variáveis explicativas (DIM_CA, IND_CA e CEO);
- β_k representa o parâmetro que afeta a variável explicativa X_{kit} ;
- Z_{kit} se refere a cada uma das w ($k=1$ a w) variáveis de controlo seleccionadas;
- δ_k representa o parâmetro que afeta a variável de controlo Z_{kit} ;
- β_{0i} representa o termo independente para cada empresa i e

- ε_{it} representa a componente aleatória do modelo (Erro) que, para que o MMQ produza estimativas dos parâmetros (β_k e δ_k) centradas, eficientes e consistentes, é independente de qualquer variável explicativa ou de controlo, tem variância constante e não é autocorrelacionado (Verbeek, 2008).

Para que o Erro tenha as características referidas o termo independente β_{oi} pode, em alternativa, ser considerado:

- uma variável aleatória associada a cada uma das empresas i ou
- uma constante para cada uma das empresas i .

No primeiro caso o modelo considerado é um modelo de efeitos aleatórios, no segundo caso é um modelo de efeitos fixos, como Yermack (1996), La Porta (1999) e Acharya e Kehoe (2008) utilizaram na sua investigação.

A escolha entre os dois modelos não é fácil. Segundo Verbeek (2008):

- o modelo de efeitos fixos parece ser mais apropriado quando as unidades observadas (neste caso as empresas) não são seleccionadas aleatoriamente de uma população relativamente à qual se pretende inferir; por outro lado quando a dimensão da amostra é reduzida este modelo é preferencial. Para estimar os parâmetros do modelo utiliza-se o MMQ.
- o modelo de efeitos aleatórios integra a informação relativa às unidades (em teoria seleccionadas aleatoriamente) sendo utilizado o MMQ generalizados (para garantir o não enviesamento das estimativas); mesmo nestas condições, por vezes, pode ser preferível utilizar o modelo de efeitos fixos (se β_{oi} for correlacionado com as variáveis explicativas ou de controlo) na medida em que o modelo de efeitos aleatórios produzirá estimativas (dos parâmetros) inconsistentes.

Se o número observações ao longo do tempo fosse elevado e o número de unidades observadas (as empresas) reduzido, as estimativas produzidas pela utilização de qualquer um dos dois modelos seriam muito semelhantes; se, por outro lado, o número de observações ao longo do tempo for reduzido e o número de unidades elevado (que é o nosso caso) as estimativas obtidas usando cada um dos dois

modelos poderem diferir de forma relevante (Gujarati & Porter, 2009, p.606) pelo que é importante averiguar qual dos modelos deve ser utilizado.

Hausman (1978) sugeriu um teste estatístico que pode ser utilizado para complementar a decisão relativa a qual dos modelos utilizar. A hipótese nula deste teste considera que a variável aleatória correspondente ao termo independente β_{oi} é independente das variáveis explicativas/controlo.

H_0 : β_{oi} não é correlacionado com as variáveis explicativas/controlo

H_1 : β_{oi} é correlacionado com as variáveis explicativas/controlo

Para um grau de confiança adequado, por exemplo, 95% de confiança, rejeitando H_0 ($p < 0,05$), através da comparação da estatística de teste com um valor crítico de uma distribuição Quiquadrado com o número de graus de liberdade igual a k (número de parâmetros estimados menos um), o modelo de efeitos fixos deverá ser adotado. Caso contrário ($p > 0,05$) o modelo de efeitos aleatórios é o modelo que produz as estimativas mais consistentes pelo que deverá ser adotado.

Assim, para cada uma das variáveis de *performance*

- Estimam-se os parâmetros do modelo de efeitos aleatórios apenas com variáveis explicativas.
- Efetua-se o teste de *Hausman*:
 - rejeitando H_0 reestimam-se os parâmetros do modelo de efeitos fixos, corrigindo as estimativas dos erros padrão dos parâmetros (da variância não constante e autocorrelação no Erro).
 - ensaia-se a utilização das variáveis de controlo para melhorar a precisão das estimativas.
 - avalia-se o valor do coeficiente de determinação, testando o seu significado estatístico ($H_0: R^2 = 0$ vs. $H_1: R^2 > 0$) através da utilização de uma estatística com distribuição *F-Snedecor* com m (n° de variáveis explicativas/controlo + n° de empresas – 1) e n (n° de observações – m – 1) graus de liberdade.
 - Rejeitando a hipótese nula (acreditando no significado estatístico global do modelo) efetuam-se testes

individuais aos parâmetros estimados associados às variáveis explicativas ($H_0: \beta_k = 0$ vs. $H_1: \beta_k \neq 0$) e às de controlo ($H_0: \delta_k = 0$ vs. $H_1: \delta_k \neq 0$), utilizando estatísticas de teste com distribuição *t-Student* com um número de graus de liberdade igual a n (n° de observações $- m - 1$)

$$\circ \frac{\hat{\beta}}{s_{\hat{\beta}}} \sim t_n \text{ (sob } H_0)$$

- Reestimam-se os parâmetros retirando do modelo as variáveis (explicativas e de controlo) que não parecem ter significativo estatístico.
- Não havendo razões para rejeitar H_0 ensaia-se a utilização das variáveis de controlo, usando o modelo de efeitos aleatórios, para melhorar a precisão das estimativas.
 - Neste caso não é válido comparar os modelos utilizando o coeficiente de determinação, pelo que se utilizam critérios que pretendem minimizar a variância dos resíduos dos modelos: consideram-se os critérios Akaike e Schwarz (este mais agressivo para modelos com muitos parâmetros) que deverão ser minimizados.
 - Depois de selecionado o melhor modelo, efetuam-se testes aos parâmetros estimados utilizando, como anteriormente descrito, estatísticas *t-Student*.

Para poder efetuar os testes ao coeficiente de determinação e aos parâmetros é importante garantir a Normalidade do Erro utilizando um teste estatístico como o Quiquadrado ou o Jarque Bera, entre outros (Gujarati e Porter, 2009). Contudo, com *amostras grandes*, os testes F e t são assintoticamente válidos pelo que não nos preocuparemos com esta questão (a nossa amostra tem uma dimensão igual a 200) (Gujarati e Porter, 2009, p.510). Esta propriedade permite também, para agilizar o processo associado aos testes aos parâmetros, utilizar a distribuição Normal Padrão em detrimento da *t-Student* (com 95% o valor crítico do teste é 1,96).

2. Resultados

2.1. Descrição das Variáveis

A caracterização das variáveis é efetuada recorrendo ao cálculo do valor médio, mediana, mínimo e máximo e, ainda ao desvio padrão. Para as variáveis binárias, em vez da mediana, utiliza-se a moda.

2.1.1. Variáveis de Performance

A distribuição dos valores das quatro variáveis de performance das 40 empresas pelos cinco anos pode ser analisada na Figura 6.

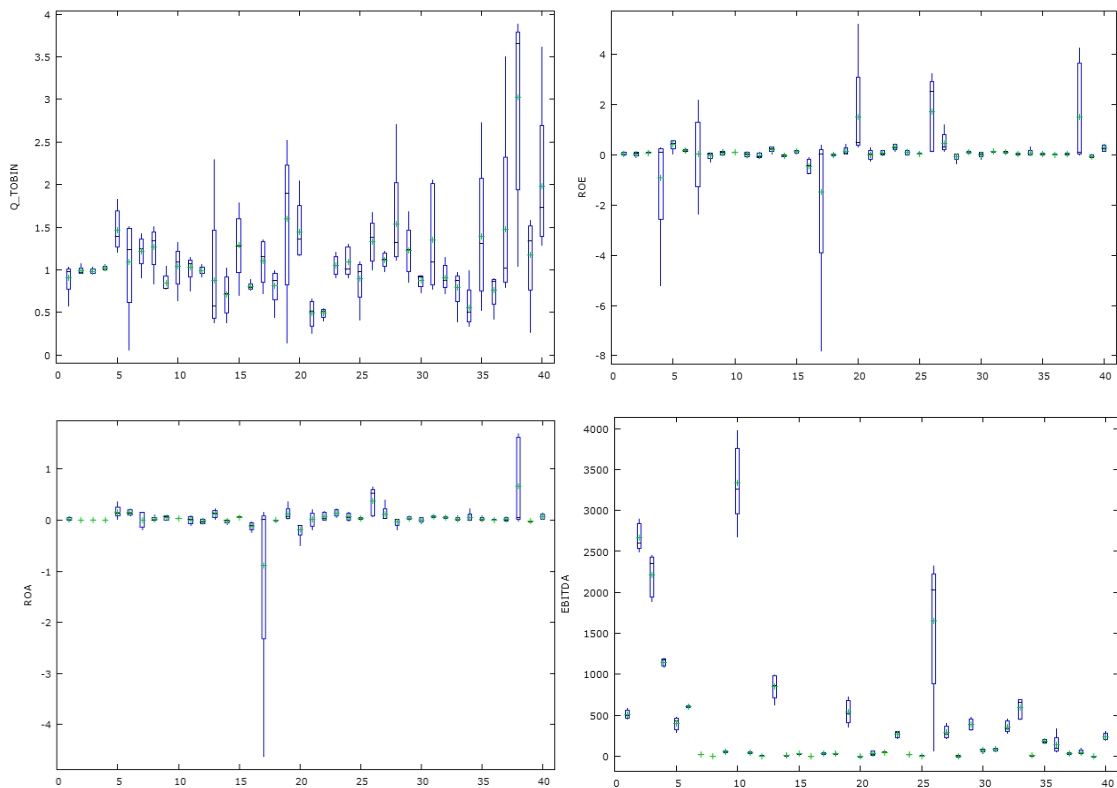


Figura 6 – Distribuição dos valores das variáveis de performance nos cinco anos nas 40 empresas

A maior parte das empresas apresenta um valor de mercado (Q de Tobin) superior a 1, o que demonstra um estímulo a novos investimentos, uma vez que o capital investido excederá o seu custo, criando valor para a empresa. (Neves, 2005). Uma minoria das empresas apresenta valores do Q de Tobin bastante elevado (superior a 2) como a Jerónimo Martins, a Lisgráfica, a Reditus, a Sag Gest, a Sonae Indústria, a Sumol + Compal, a Toyota Caetano e a ZON Multimédia (Anexo 5). Apenas algumas empresas apresentam um valor do Q de Tobin inferior a 1 o que significa que o valor de mercado nessas empresas é inferior ao custo de reposição do respetivo capital investido, o que desincentiva o investimento (Lindenberg e Ross, 1981) (Fig. 6).

O Q de Tobin apresenta o valor da mediana, inferior à média (à exceção de 2011), o que ilustra a assimetria da distribuição deste indicador, com valores inesperadamente elevados (Quadro 5).

O indicador ROE apresenta, em média, uma rentabilidade dos Capitais Próprios entre os 10% e os 23% de 2007 a 2010, sendo que em 2011 este atinge um valor negativo (-11%), o que significa que, em média, as empresas nesse ano apresentam uma reduzida capacidade em agregar valor para a empresa utilizando os seus próprios recursos (Quadro 5). O indicador ROA apresenta valores médios próximos de zero, (existem algumas empresas com o ROA iguais a zero), o que nos leva a acreditar na reduzida capacidade dos ativos dessas empresas gerarem resultados (Fig. 6).

No caso do ROE, com valores negativos durante os cinco anos, encontramos a Vista Alegre e no caso do ROA, com valores muito próximos de zero, destacamos o BCP, o BES, a Sonae Capital e a Sonaecom. (Anexo 5).

O valor médio do EBITDA é superior à mediana em todos os anos, inflacionado pelos elevados valores observados em algumas empresas (em geral no BCP, BES, EDP e Portucel³⁶) o que justifica o elevado valor do desvio padrão (Quadro 5 e Fig. 6).

³⁶ Vide Anexo 5.

Quadro 5 – Descrição das Variáveis de Performance (2007-2011)

	Variáveis Dependentes	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
2007	Q de Tobin	1,44	1,16	0,25	3,66	0,80
	ROE	0,14	0,09	-7,80	5,20	1,63
	ROA	-0,06	0,03	-4,62	0,66	0,75
	EBITDA	418,89	58,95	-2,33	2791,89	725,10
2008	Q de Tobin	1,09	1,01	0,38	2,84	0,43
	ROE	0,22	0,08	-2,35	4,24	0,89
	ROA	0,08	0,02	-0,19	1,70	0,28
	EBITDA	422,04	60,45	-18,95	3236,46	770,01
2009	Q de Tobin	1,21	1,10	0,48	3,69	0,54
	ROE	0,23	0,07	-0,76	3,06	0,63
	ROA	0,09	0,03	-0,12	1,54	0,26
	EBITDA	426,49	76,20	-11,63	3258,99	780,08
2010	Q de Tobin	1,12	0,99	0,43	3,89	0,57
	ROE	0,10	0,09	-0,71	1,20	0,25
	ROA	0,05	0,03	-0,24	0,40	0,11
	EBITDA	452,60	72,70	-2,49	3531,51	812,75
2011	Q de Tobin	0,76	0,76	0,06	2,04	0,36
	ROE	-0,11	0,00	-5,20	0,47	0,84
	ROA	0,00	0,00	-0,49	0,36	0,11
	EBITDA	401,51	67,00	-16,00	3977,00	811,92

2.1.2. Variáveis Explicativas

A dimensão média do Conselho de Administração (calculada através do rácio entre o número de membros do Conselho de Administração e da dimensão da empresa) tem vindo a crescer no período de 2007 a 2011. Apesar disso, observamos que a dimensão máxima do Conselho de Administração tem vindo a diminuir. Isso deve-se ao fato de as empresas terem diminuído o número máximo de membros no Conselho de Administração (Quadro 6).

Em 2007, 50% das empresas tinham no Conselho de Administração menos de 8 membros, valor que, em 2008, aumenta para nove membros e se mantém até 2011 (Fig. 7).

O Conselho de Administração, em 2007, era composto, em média, por apenas nove membros e a partir desse ano até 2011 subiu para os 10 membros (Fig. 7). Este resultado vai de encontro à análise realizada pela CMVM que se encontra no Relatório Anual Sobre o Governo das Sociedades Cotadas (2012) e ligeiramente abaixo da investigação realizada por Bhagat e Black (2000)³⁷ que afirmam que o número médio de membros do Conselho de Administração é de 12.

Quanto à independência do Conselho de Administração apenas no ano 2009, em média, as empresas cumprem com a recomendação da CMVM na medida que deve existir um mínimo de 25% de administradores independentes no total de membros do Conselho de Administração (Fig. 8) que visa garantir que os membros não executivos (independentes e não independentes) tenham uma efetiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação (CMVM, 2012).

No que diz respeito à substituição do Presidente da Comissão Executiva (CEO) em 2007, 2008 e 2010, 15% das empresas em análise, substituíram o CEO da empresa. O ano em que se sentiu menos essa substituição foi em 2009 em que apenas 10% das empresas procederam à alteração do CEO. Podemos concluir pelo valor da moda que a maior parte das empresas não substituíram o CEO (Quadro 6).

³⁷ Esta diferença de resultados poderá ser explicada pela amostra selecionada neste estudo, pois foram consideradas empresas americanas maioritariamente financeiras, cujo número médio de membros do Conselho de Administração, por norma, é maior. O período de análise utilizada na investigação destes autores também poderá contribuir para esta diferença, pois a nossa investigação é realizada 14 anos mais tarde.

Quadro 6 – Descrição das Variáveis Explicativas (2007-2011)

	Variáveis Explicativas	Média	Mediana	Moda	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
2007	DIM_CA	0,88	0,87	-	0,47	1,49	0,24
	IND_CA	0,20	0,21	-	0	0,60	0,18
	CEO	0,15	-	0	0	1	0,36
2008	DIM_CA	0,93	0,95	-	0,47	1,42	0,22
	IND_CA	0,23	0,25	-	0	0,63	0,18
	CEO	0,15	-	0	0	1	0,36
2009	DIM_CA	0,94	0,93	-	0,48	1,43	0,23
	IND_CA	0,25	0,25	-	0	63	0,19
	CEO	0,10	-	0	0	1	0,30
2010	DIM_CA	0,96	0,95	-	0,48	1,43	0,22
	IND_CA	0,23	0,25	-	0	0,63	0,19
	CEO	0,15	-	0	0	1	0,36
2011	DIM_CA	0,96	0,95	-	0,48	1,40	0,22
	IND_CA	0,20	0,20	-	0	0,63	0,18
	CEO	0,18	-	0	0	1	0,38

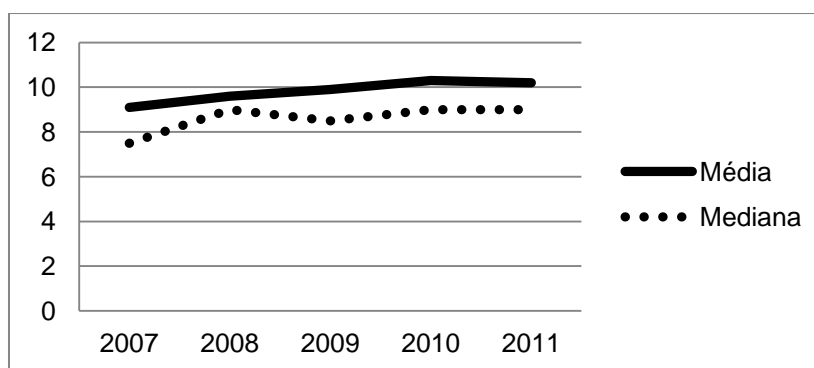


Figura 7 – Número Médio de Membros no Conselho de Administração (2007-2011)

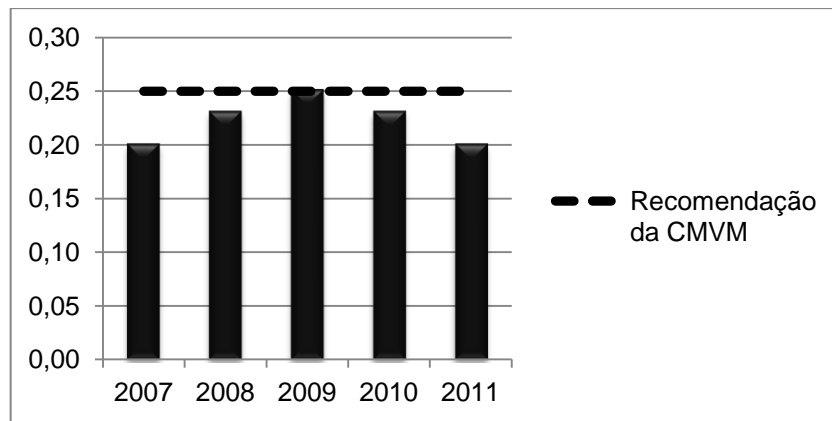


Figura 8 – Proporção de Membros Independentes no Conselho de Administração (e recomendação da CMVM)

Há poucas empresas com uma dimensão muito elevada (em geral as empresas financeiras). No caso da independência do Conselho de Administração a distribuição é enviesada pelas empresas com nenhum membro independente no Conselho de Administração (10 empresas não possuem nenhum membro independente no Conselho de Administração nos cinco anos em análise e três empresas em alguns anos não têm membros independentes do Conselho de Administração) (Fig. 9).

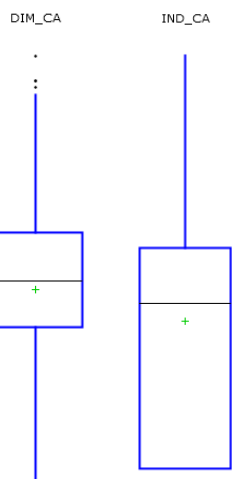
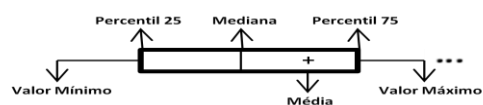


Figura 9 – Distribuição da Dimensão Média do CA (DIM_CA) e Independência Média do CA (IND_CA)



Motivados pelos resultados obtidos no capítulo 2.1.1., com o objetivo de melhor compreender as variações observadas nos diferentes indicadores serão analisadas as diferenças entre as variáveis explicativas para as empresas não financeiras e financeiras e para as empresas integrantes do PSI20 e as não integrantes do PSI 20.

As empresas de setor financeiro selecionadas na nossa amostra (Banif, BCP, BES e BPI) são as que apresentam, em média, um maior número de membros no Conselho de Administração com uma grande variabilidade (Fig. 10 (a)). Esta conclusão vai de encontro com o estudo da CMVM (2012) que afirma que as empresas do setor financeiro são as que têm maior número de órgãos de administração.

Em média, as empresas de setor financeiro são as que apresentam menor número de membros independentes no Conselho de Administração (Fig. 10 (b)).

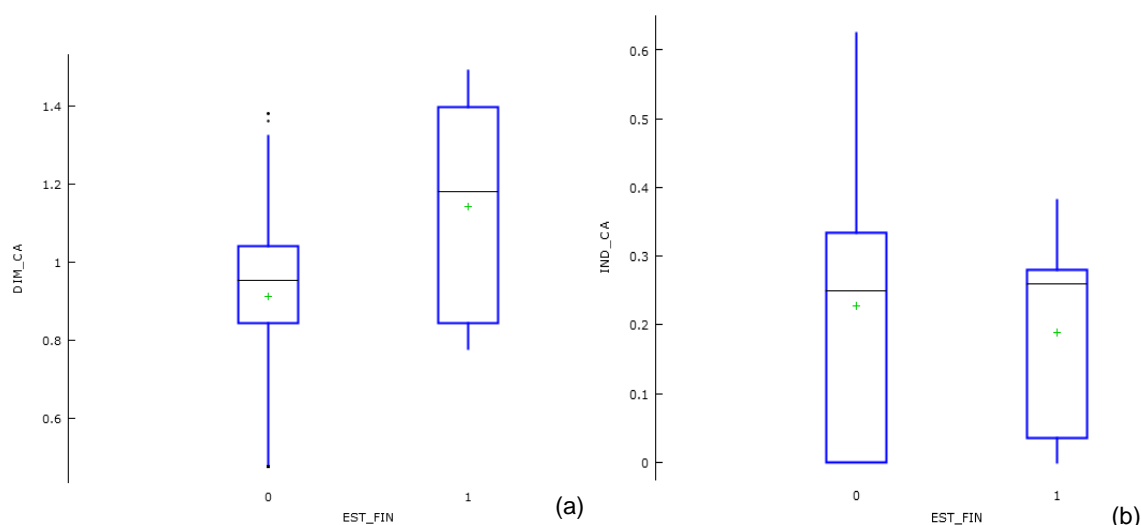
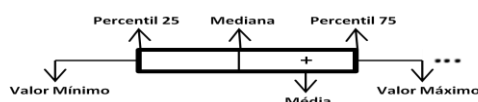


Figura 10 – Distribuição da Dimensão Média do CA (a) e da Independência Média do CA (b) (2007-2011) pelas empresas não financeiras (EST_FIN=0) e as financeiras (EST_FIN=1)



Apesar do desequilíbrio relativo ao número de empresas em cada grupo (setor financeiro tem apenas 4 empresas), a diferença entre os valores médios e,

sobretudo, o tipo de distribuição justificará a utilização deste indicador como variável artificial binária de controlo.

A dimensão do Conselho de Administração, em média, é superior nas empresas integrantes do PSI 20, tal como a CMVM (2012) afirma no Relatório sobre o Governo das Sociedades Cotadas (Fig. 11 (a)).

As empresas integrantes do PSI 20, em média, possuem mais administradores independentes no Conselho de Administração do que as demais (Fig. 11 (b)). Bhagat e Black (2000) reforçam que a independência dos administradores no Conselho de Administração contribui para a proteção dos interesses dos acionistas e das outras partes interessadas.

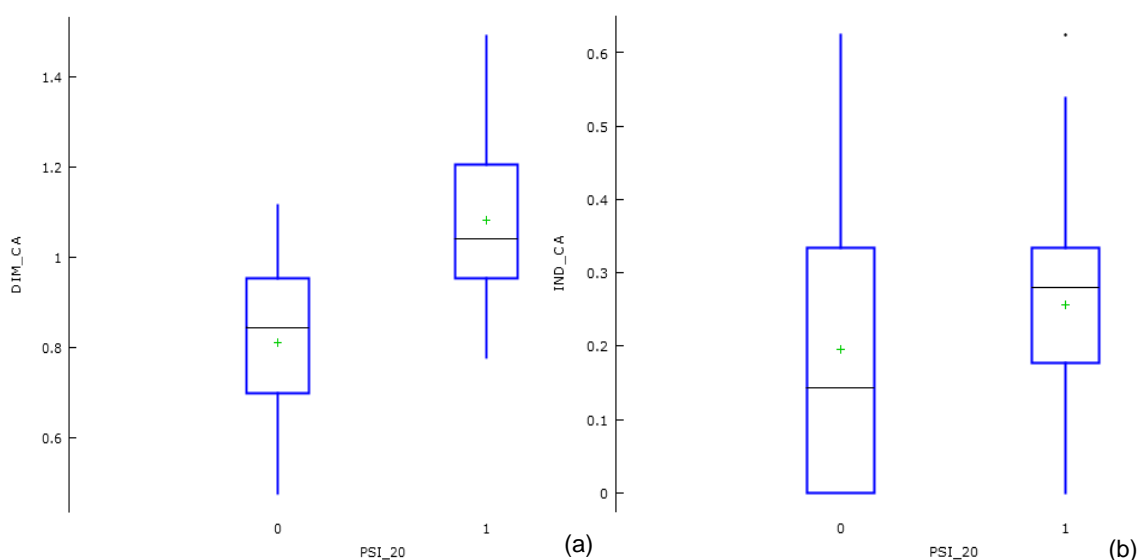
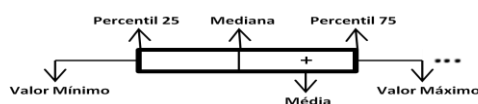


Figura 11 – Distribuição da Dimensão Média do CA (a) e da Independência Média do CA (b) (2007-2011) pelas empresas integrantes do PSI 20 (PSI_20=1) e não integrantes do PSI 20 (PSI_20=0)



Pelas mesmas razões consideraremos o PSI_20 como variável artificial binária de controlo.

2.1.3. Variáveis de Controlo

A distribuição dos valores das três variáveis de controlo de origem (Fig. 12), permite identificar a existência de valores extremos (devidamente confirmados):

- O *Leverage* (LEV) permite identificar o BPI em 2011 (com um valor igual a 1035,01) decorrente da elevada razão entre o passivo e o capital próprio correspondendo ao elevado nível de endividamento da empresa nesse ano (Quadro 7 e Fig. 12).
- A Lisgráfica, em 2007, apresenta um valor discordante dos outros valores da amostra: um valor de *Leverage* (LEV) igual a -51,95 justificado pelo Capital Próprio ser negativo nesse ano (Quadro 7).

Devido aos valores serem bastante discrepantes dos outros valores da amostra vamos eliminar o BPI e a Lisgráfica da nossa amostra.

Quadro 7 – Descrição das Variáveis de Controlo (2007-2011)

	Variáveis de Controlo	Média	Mediana	Moda	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
2007	DIM_EMP	5,78	5,64	-	4,42	7,91	0,88
	LEV	1,15	1,03	-	-51,95	27,24	10,39
	CRESC	1,08	1,01	-	0	3,05	0,41
	EST_FIN	0,10	-	0	0	1	0,30
	PSI 20	0,48	-	0	0	1	0,51
2008	DIM_EMP	5,83	5,68	-	4,33	7,95	0,87
	LEV	3,81	1,75	-	-10,94	29,39	7,40
	CRESC	1,18	1,08	-	0,78	2,80	0,43
	EST_FIN	0,1	-	0	0	1	0,30
	PSI 20	0,45	-	0	0	1	0,50
2009	DIM_EMP	5,86	5,75	-	4,29	7,97	0,87
	LEV	3,01	1,76	-	-5,75	26,68	5,16
	CRESC	1,06	1,03	-	0,82	1,55	0,16
	EST_FIN	0,10	-	0	0	1	0,30
	PSI 20	0,43	-	0	0	1	0,50
2010	DIM_EMP	5,87	5,79	-	4,41	8,00	0,86
	LEV	3,31	1,50	-	-3,99	47,38	7,98
	CRESC	1,07	1,05	-	0,29	1,90	0,24
	EST_FIN	0,10	-	0	0	1	0,30
	PSI 20	0,45	-	0	0	1	0,50
2011	DIM_EMP	5,87	5,80	-	4,34	7,99	0,87
	LEV	27,63	0,70	-	-1,96	1.035,01	163,41
	CRESC	1,00	1,00	-	0,60	1,61	0,15
	EST_FIN	0,10	-	0	0	1	0,30
	PSI 20	0,48	-	0	0	1	0,51

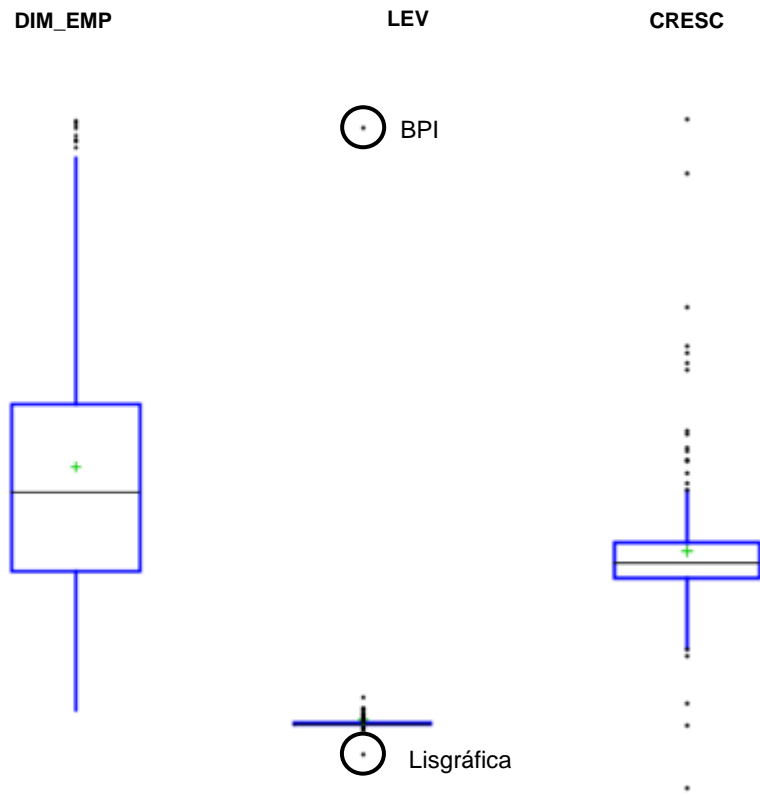
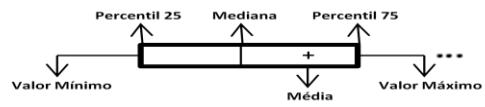


Figura 12 – Distribuição da Dimensão da Empresa (DIM_EMP), Leverage (LEV) e Crescimento (CRESC)



2.2. Relação entre as variáveis de *performance* e as variáveis da composição do Conselho de Administração

➤ Q de Tobin

O modelo de efeitos aleatórios sem ou com as variáveis de controlo não permite decisões na medida em que o teste de Hausman leva à rejeição da hipótese da independência do termo independente (variável) com as restantes variáveis explicativas/controlo (Quadro 8). Deste modo estimam-se os parâmetros do modelo de efeitos fixos (com correção dos erros padrão das estimativas) (Quadro 8):

- Sem considerar as variáveis de controlo o modelo tem significado estatístico: identifica-se um efeito positivo significativo da variável IND_CA no Q-Tobin, assim como na substituição do CEO que, do mesmo modo, influencia positivamente o Q-Tobin (Quadro 8). Isso significaria que quanto maior a independência do Conselho de Administração e a existência de substituições do CEO, mais elevado iria ser o valor de mercado da empresa representado pelo Q de Tobin. Esta conclusão está em linha com o pensamento de Hermalin e Weibach (2003) e de Denis e Denis (1995) que afirmam que a alteração do CEO promoverá uma melhor *performance* para as empresas, principalmente quando estas apresentam níveis de *performance* mais baixos.
- No entanto incluindo as variáveis de controlo (Quadro 8), que revelam que a dimensão da empresa (DIM_EMP) é significativa no modelo, confirma-se a relação não linear entre a *performance* das empresas, através do Q-Tobin e IND_CA, uma vez que IND_CA^2 se torna significativo: a partir de um determinado nível de proporção de membros independentes, o valor do Q de Tobin começa a decrescer (Figura 13). Esta conclusão vai de encontro aos resultados obtidos por Barnhart e Rosenstein (1998) que afirma que as empresas com muitos membros independentes no Conselho de Administração possuem um menor valor de mercado. Por outro lado é muito interessante encontrar, independentemente da dimensão da empresa e de se ter observado a substituição ou não do CEO, como valor ótimo 40% (superior ao mínimo de 25% recomendados pela CMVM).

Quadro 8 – Estimativas dos parâmetros e erros padrão (entre parênteses) referente ao modelo [1] para o Q-Tobin

Q-Tobin	Efeitos Aleatórios		Efeitos Fixos		Modelo Final
	Sem variáveis de Controle	Com variáveis de Controle	Sem variáveis de Controle	Com variáveis de Controle	
Constante	1,468 (0,839)	2,394 (1,163)	2,299 (1,225)	10,050 (3,715)	11,212 (3,856)
DIM_CA	0,455 (1,858)	-0,494 (1,962)	-0,891 (3,355)	0,213 (2,998)	
DIM_CA ²	-0,045 (1,002)	-0,038 (1,071)	-0,719 (2,093)	-0,847 (1,836)	
IND_CA	0,785 (0,875)	0,858 0,909	1,718 (0,713)	1,978 (0,646)	2,256 (0,598)
IND_CA ²	-1,023 (1,518)	-1,159 (1,560)	-1,365 (1,214)	-2,063 (1,084)	-2,821 (0,998)
CEO	0,198 (0,105)	0,185 (0,106)	0,285 (0,154)	0,261 (0,139)	0,230 (0,134)
DIM_EMP		-0,141 (0,161)		-1,477 (0,650)	-1,785 (0,663)
LEV		0,007 (0,013)		0,004 (0,012)	
CRES		-0,149 (0,115)		-0,023 (0,065)	
EST_FIN		0,042 (0,380)		*	
PSI_20		0,137 (0,180)		-0,105 (0,089)	
Teste Hausman	$p=0,001$	$p=0,000$			
R ²			0,591	0,634	0,620
Teste F			$p=0,000$	$p=0,000$	$p=0,000$
Anexo 6	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5

* Variável omitida devido a multicolinearidade.

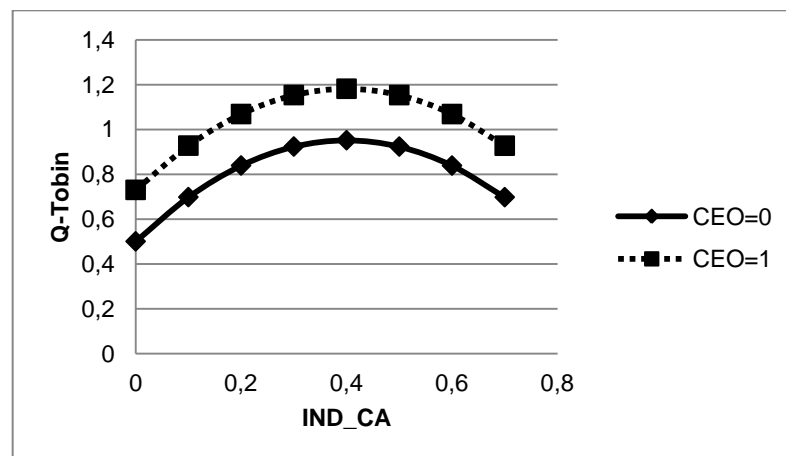


Figura 13 – Relação entre o Q-Tobin e IND_CA para DIM_EMP=6 para empresas com substituição do CEO (1) ou não (0)

➤ ROE

O modelo de efeitos aleatórios sem e com as variáveis de controlo é adequado (o teste de Hausman não deixa rejeitar a hipótese nula). Utilizando os critérios Akaike e Schwarz concluímos que o modelo sem as variáveis de controlo é mais adequado (Quadro 9).

Utilizando o modelo seleccionado, podemos concluir que nenhum dos parâmetros afectado às variáveis explicativas é significativamente diferente de zero (o mesmo acontece para as variáveis de controlo): a razão entre a estimativa do parâmetro e o erro padrão é, em todos os casos, inferior a 1,96 (o valor crítico de uma Normal Padrão, para 95% de confiança). Silva (2009) também não encontrou nenhuma evidência empírica significativa entre o ROE e a dimensão do Conselho de Administração e na proporção de membros independentes no Conselho de Administração.

Através da estimação do termo independente sem variáveis explicativas/controlo (Modelo Final – Quadro 9), com o modelo de efeitos fixos, detetamos haver apenas diferenças para o valor médio do ROE entre algumas empresas ($p = 0,006$)

Quadro 9 – Estimativas dos parâmetros e erros padrão (entre parênteses) referente ao modelo [1] para o ROE

ROE	Efeitos Aleatórios		Modelo Final*
	Sem variáveis de Controlo	Com variáveis de Controlo	
Constante	-0,959 (0,913)	-2,152 (1,287)	0,107
DIM_CA	2,053 (1,981)	2,011 (2,097)	
DIM_CA ²	-0,740 (1,053)	-0,741 (1,125)	
IND_CA	-1,068 (1,099)	-0,240 (1,182)	
IND_CA ²	0,832 (1,991)	-0,242 (2,094)	
CEO	-0,028 (0,168)	-0,025 (0,168)	
<i>DIM_EMP</i>		0,223 (0,174)	
<i>LEV</i>		0,003 (0,020)	
<i>CRES</i>		-0,010 (0,185)	
<i>EST_FIN</i>		-0,668 (0,369)	
<i>PSI_20</i>		-0,391 (0,227)	
Teste Hausman	<i>p</i> =0,650	<i>p</i> =0,231	<i>p</i>=0,006
Critério Akaike	465,96	485,45	
Critério Schwarz	470,96	506,58	
R²			0,310
<i>Anexo 6</i>	<i>Modelo 6</i>	<i>Modelo 7</i>	<i>Modelo 8</i>

* Estimado através do modelo de efeitos fixos

➤ ROA

O modelo de efeitos aleatórios sem as variáveis de controlo não é rejeitado através do teste de Hausman (Quadro 10). Ao incluir as variáveis de controlo, para tentar melhorar o modelo, o teste de Hausman (rejeitando a hipótese da independência do termo independente e as variáveis explicativas/controlo) conduz à estimação dos parâmetros do modelo de efeitos fixos com as variáveis de controlo.

Assim:

- Utilizando o modelo de efeitos aleatórios sem as variáveis de controlo (que com os critérios Akaike e Schwarz é preferível ao que inclui as variáveis de controlo) e testando o significado estatístico dos seus parâmetros, com 95% de confiança, não conseguimos rejeitar nenhuma das hipóteses (a razão entre a estimativa de qualquer parâmetro e o seu erro padrão é, em todos os casos, inferior a 1,96 – o valor crítico de uma Normal Padrão, para 95% de confiança), concluindo que nenhuma das variáveis explicativas parece ajudar a explicar o comportamento do ROA.
- Se utilizarmos o modelo de efeitos fixos, com as variáveis de controlo, que se considera globalmente significativo (apesar do reduzido valor para o coeficiente de determinação), não detectamos nenhum parâmetro significativo (com 95% de confiança): a razão entre a estimativa de qualquer parâmetro e o seu erro padrão é, em todos os casos, inferior a 1,96 (o valor crítico de uma Normal Padrão, para 95% de confiança). Estas conclusões são consistentes com o estudo de Silva (2009) que não encontrou nenhuma relação significativa entre o ROA e a proporção de administradores independentes quando analisou a relação entre a composição do Conselho de Administração e a *performance* empresarial através do modelo de efeitos fixos.

Com base neste conjunto de dados não conseguimos detectar relações de interesse entre o ROA e a composição do Conselho de Administração. O modelo final, considerando apenas a potencial diferença entre as unidades (empresas) com um $p = 0,08$ revela não serem detetadas diferenças no ROA entre as empresas (Quadro 10).

Quadro 10 – Estimativas dos parâmetros e erros padrão (entre parênteses) referente ao modelo [1] para o ROA

ROA	Efeitos Aleatórios		Efeitos Fixos	Modelo Final
	Sem variáveis de Controle	Com variáveis de Controle	Com variáveis de Controle	
Constante	-0,344 (0,411)	-0,993 (0,593)	1,599 (1,420)	0,035
DIM_CA	0,739 (0,888)	0,765 (0,958)	0,923 (1,621)	
DIM_CA ²	-0,268 (0,471)	-0,251 (0,513)	-0,012 (0,868)	
IND_CA	-0,284 (0,506)	-0,019 0,556	-0,059 1,025	
IND_CA ²	0,036 (0,924)	-0,263 (0,989)	0,250 (1,727)	
CEO	-0,001 (0,082)	-0,007 (0,082)	-0,034 (0,047)	
DIM_EMP		0,121 (0,080)	-0,370 (0,295)	
LEV		0,004 (0,009)	0,007 (0,005)	
CRES		-0,016 (0,091)	0,033 (0,040)	
EST_FIN		-0,228 (0,168)	*	
PSI_20		-0,237 (0,106)	-0,697 0,552	
Teste Hausman	<i>p</i> =0,423	<i>p</i> =0,034		
Critério Akaike	187,72	193,59		
Crítério Schwarz	207,20	229,31		
R²			0,339	0,256
Teste F			<i>p</i> =0,020	<i>p</i>=0,0757
<i>Anexo 6</i>	<i>Modelo 9</i>	<i>Modelo 10</i>	<i>Modelo 11</i>	<i>Modelo 12</i>

* Variável omitida devido a multicolinearidade.

➤ EBITDA

No caso do EBITDA o modelo de efeitos aleatórios (sem e com as variáveis de controlo) é preterido (teste de Hausman) ao de efeitos fixos que sem e com variáveis de controlo tem um coeficiente de determinação muito elevado (aprox. 0,96) significativo. Contudo, para qualquer um dos modelos (com e sem variáveis de controlo), o teste *t*, efetuado a cada um dos parâmetros, não permite identificar variáveis com influência no comportamento do EBITDA: tem apenas a ver com a diferença que se observa entre o valor médio do EBITDA das 38 empresas com $p < 0,05$ (Modelo Final – Quadro 11). Arntz (2010) também não encontrou nenhuma relação com significância estatística entre a composição do Conselho de Administração e o EBITDA.

Quadro 11 – Estimativas dos parâmetros e erros padrão (entre parênteses) referente ao modelo [1] para o EBITDA

EBITDA	Efeitos Aleatórios		Efeitos Fixos		Modelo Final
	Sem variáveis de Controlo	Com variáveis de Controlo	Sem variáveis de Controlo	Com variáveis de Controlo	
Constante	98,056 (561,808)	-2717,940 (700,176)	7,894 (344,238)	-549,620 (434,190)	416,459
DIM_CA	788,322 (1304,300)	1049,560 (1131,910)	1200,710 (1165,640)	858,254 (1046,670)	
DIM_CA ²	-445,101 (734,740)	-877,854 (633,846)	-786,331 (816,397)	-627,631 (696,916)	
IND_CA	-26,353 (465,540)	-374,150 (433,032)	56,361 (124,349)	126,934 (173,169)	
IND_CA ²	-109,522 (758,673)	514,223 (717,170)	-143,125 (221,309)	-197,327 (266,965)	
CEO	33,699 (44,608)	17,794 (43,525)	44,428 (46,644)	23,489 (14,682)	
<i>DIM_EMP</i>		499,860 (101,533)		116,393 (96,206)	
<i>LEV</i>		22,798 (5,849)		22,779 (10,759)	
<i>CRES</i>		-61,549 (47,348)		-21,940 (23,130)	
<i>EST_FIN</i>		615,131 (302,419)		*	
<i>PSI_20</i>		106,171 (84,128)		31,016 (31,143)	
Teste Hausman	$p=0,0458$	$p=0,015$			
R²			0,957	0,962	0,956
Teste F			$p=0,000$	$p=0,000$	$p=0,000$
<i>Anexo 6</i>	<i>Modelo 13</i>	<i>Modelo 14</i>	<i>Modelo 15</i>	<i>Modelo 16</i>	<i>Modelo 17</i>

* Variável omitida devido a multicolinearidade.

3. Conclusões

Este trabalho procurou analisar o efeito da dimensão do Conselho de Administração, a independência do Conselho de Administração e a substituição do CEO na empresa têm sobre a *performance* das sociedades portuguesas cotadas em bolsa. Obtivemos uma amostra composta por 38 empresas portuguesas cotadas em bolsa com dados relativos ao período de 2007 a 2011. A análise foi efetuada através de dados em painel através da utilização de técnicas e modelos estatísticos como o modelo de efeitos fixos e aleatórios, com e sem as variáveis de controlo, de modo a encontrar as melhores significâncias estatísticas.

Os principais resultados com evidência empírica foram encontrados através do modelo de efeitos fixos onde sem a introdução das variáveis de controlo se identificou uma relação linear com declive positivo entre o Q de Tobin e a independência do Conselho de Administração (IND_CA). Já com as variáveis de controlo adicionadas identificou-se, afinal, a existência de uma relação não linear (quadrática) entre o entre o Q de Tobin e a IND_CA tal como Barnhart e Rosenstein (1998).

Para empresas com uma percentagem de membros independentes no Conselho de Administração inferior a 40%, a relação entre o Q de Tobin e a proporção de membros independentes é positiva, valor a partir do qual se verifica uma inversão: a relação entre o Q de Tobin e a percentagem de membros independentes é negativa quando este valor é superior a 40% (Fig. 13).

Relativamente ao ROE, ROA e EBITDA não foram encontradas nenhuma relação com a composição do Conselho de Administração com significância estatística, tal como Silva (2009) e Arntz (2010).

4. Limitações ao Estudo e Futuras Investigações

Os resultados que encontramos neste estudo apresentam algumas limitações. A primeira resulta da amostra selecionada, pois apenas analisámos 38 empresas durante cinco anos o que prefaz um total de 190 observações. Segundo Hsiao (1986) a análise em dados em painel requer vantagem quando são analisadas com um número de observações relativamente elevado, pois diminuem a colinearidade entre as variáveis explicativas o que melhorará a qualidade da estimação dos parâmetros. O horizonte temporal da amostra também poderá introduzir algum enviesamento nos resultados pois trabalhamos com apenas cinco anos. A possibilidade de endogeneidade dos modelos estimados poderá ser outra limitação, pois há estudos que indicam que o efeito da causalidade entre as variáveis do Conselho de Administração usadas no presente trabalho e a *performance* da empresa pode ser revertida.

Com o intuito de corrigir as limitações enunciadas *supra* novos estudos poderão ser desenvolvidos para analisar a relação entre a composição do Conselho de Administração e as medidas de *performance* financeira. Considerando um horizonte temporal mais alargado, e assim examinado a *performance* das empresas antes e depois da obrigatoriedade da prestação da informação financeira das sociedades cotadas em bolsa que foi aprovado pela CMVM em 2006 (Decreto-Lei n.º 52/2006 de 15 de Março).

A inclusão de outras variáveis explicativas, como por exemplo, a separação de funções entre o *Chairman* e o CEO, a duração dos mandatos e os modelos de *Corporate Governance* poderão advir de análises bastante interessantes e enriquecedoras.

Também seria interessante dividir a amostra em empresas cotadas e não cotadas em bolsa apesar da limitação de medidas para que fosse permitida a comparação entre ambas. Seria relevante investigar mais detalhadamente a relação entre as diversas variáveis de *Corporate Governance* e a *performance* empresarial nas empresas de estrutura financeira e não financeira, averiguando quais os resultados mais significativos.

Outra proposta de investigação seria analisar qual dos três modelos de *Corporate Governance* têm vindo a resultar de uma melhor *performance* corporativa.

Referências Bibliográficas

- Agrawal, A. e Knober, C. R. (1996). *Firm Performance and Mechanism to Control Agency Problems between Managers and Shareholders*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31, Nº 3, pp. 377–397.
- Allen e Zhao (2007). *The Corporate Governance Model of Japan: Shareholders are not Ruler*. University of Pennsylvania. Working Paper.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A. e Reeb D. M. (2004). *Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt*. Journal of Accounting and Economics, 37, Vol. 31, Nº 3, pp. 315–342.
- Acharya, V. V., Hahn M. e Kehoe C. (2008). *Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity*. Social Science Research Network.
- Arntz, R. (2010). *Board Composition and Firm Performance in the Netherlands*. Bachelor Thesis Organisation & Strategy. Tilburg University.
- Ashcroft, J. (2009). *Defined-Contribution (DC) Arrangements in Anglo-Saxon Countries*. OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, Vol. 35, OECD publishing.
- Barber, B. M. e Lyon, J. D. (1996). *Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics*. Journal of Financial Economics, Vol. 41, pp. 359–399.
- Barca, F. e Becht, M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press.

- Barnhart, S. W. e Rosenstein, S. N. (1998). *Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis*. The Financial Review, N° 33, pp. 1–16.
- Bathala, C. T. e Rao, R. P. (1995). *The determinants of board composition: An agency theory perspective*. Managerial and Decision Economics, Vol. 16, N° 1, pp. 59–69.
- Bauer, R., Guenster, N. e Otten, R. (2004). *Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe*. Journal of Asset Management, Vol. 5, N° 2, pp. 91–104.
- Beasley, M. S. (1996). *An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud*. The Accounting Review, Vol. 71, N° 4, pp. 443–465.
- Beiner, S., Drobetz W., Schmid M. M., e Zimmerman H. (2004). *An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland*. ECGI Working Paper Series.
- Belkhir, M. (2009). *Board of Directors' Size and Performance in the Banking Industry*. International Journal of Managerial Finance, Vol. 5, N° 1, pp. 201–221.
- Bennedsen, M., Kongsted H. C. e Nielsen, K. M. (2004). *Board Size Effects in Closely Held Corporations*. Working Papers 09-2004, Copenhagen Business School, Department of Economics.
- Berle, A. e Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Bhagat, S. e Black, B. (2000). *Board Independence and Long-term Firm Performance*. Stanford Law School, John M. Olin Program in Law and economics, Working Paper, N° 185.

- Bhagat, S. e Black, B. (2002). *The non-correlation between board composition and firm performance*. Journal of Corporation Law, Vol. 27, N° 2, pp. 231–273.
- Bhagat, S. e Bolton, B. (2008). *Corporate governance and firm performance*. Journal of Corporate Finance, Vol. 14, pp. 257–273.
- Bianchi, M. e P. Casavola, (1995). *Piercing the Corporate Veil: Truth and Appearance in Italian Listed Pyramidal Groups*. Working Paper Banca D'Italia, presented at *Corporate Governance and Property Rights Workshop* in Milan, pp. 16–17.
- Black, B. S., Jang, H. and Kim, W. (2006). *Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea*. Journal of Law, Economics, and Organization, Vol. 22, N° 2.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M. e Raheja C. G. (2006). *The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis*. AFA 2005 Philadelphia Meetings.
- Cadbury, A. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. Report of the Committee on 1 December 1992.
- Charkham, J. (1994). *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*. New York: Oxford University Press.
- Chen, E., Gray, S. e Nowland, J. (2007). *Family involvement and family firm performance*. City University of Hong Kong.
- Chiyachantana, C., Jiraporn, P. e Kitsabunnarat (2005). *Capital Structure and Corporate Governance Quality*. Financial Management Association Papers, G32–34.

- Chung, K. H. e Pruitt, S. W. (1994). *A Simple Approximation of Tobin's Q*. Financial Management, Vol. 23, Nº 3.
- Coles, J. L., Daniel, N. D. e Naveen, L. (2008). *Boards: Does One Size Fit All?*. Journal of Financial Economics, Vol. 87, Nº 2, pp. 329–356.
- Conyon, M. J. e Peck, S. I. (1998). *Board size and corporate performance: evidence from European countries*. The European Journal of Finance, Vol. 4, Nº 3, pp. 291–304.
- Coombs, P. e Watson, M. (2001). *Corporate reform in the developing world*. McKinsey Quarterly, Nº 4, pp. 89–92.
- Core, J., Holthausen, R. e Larcker, D. (1998). *Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance*. Journal of Financial Economics, Nº 51, pp. 371–406.
- Daily, C., Certo, S. e Dalton, D. (2000). *International experience in the executive suite: the path to prosperity?* Strategic Management Journal, Vol. 21, Nº 4, pp. 515–523.
- Dechow, P. M., Sloan R. e Sweeney, A. (1996). *Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*. Contemporary Accounting Research, Vol. 13, Nº 1, pp. 1–36.
- Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de Março. *Diário da República, Portugal, nº 63, 29 de Março, Seção 1 Série A*. Ministério das Finanças e Justiça e da Administração Pública e da Justiça.
- DeFond, M. L. e Hung M. (2004). *An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts*. Journal of Accounting and Economics, Vol. 35, Nº 1, pp. 73–100.

- Demsetz, H. e Villalonga, B. (2001). *Ownership Structure and Corporate Performance*. Journal of Corporate Finance, Vol. 7, pp. 209–233.
- Denis, D. J. e Denis D. K. (1995). *Performance changes following top managements dismissals*. Journal of Finance, Vol. 50, pp. 1029–1055.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. e Zimmermann, H. (2004). *Corporate Governance and Expected StockReturns: Evidence from Germany*. European Financial Management, Vol. 10, Nº 2, pp. 267–293.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. e Wells, M. T. (1998). *Larger Board size and decreasing firm value in small firms*. Journal of Fiancial Economics, Vol. 48, Nº 1, pp. 35–54.
- European Comission (2012). *Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companie*. Brussels, COM(2012) 740/2.
- Fama, E. F. (1980). *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, Vol. 88, Nº 2, pp. 288–307.
- Fama, E. F. e Jensen, M. (1983a). *Separation of ownership and control*. Journal of Law and Economics, Vol. 26, Nº 2, pp. 301–325.
- Fama, E. F. e Jensen, M. (1983b). *Agency Problems and Residual Claims*. Journal of Law and Economics, Vol. 26, Nº 2, pp. 327–349.
- Farber, D. B. (2005). *Restoring trust after fraud: does corporate governance matter?*. The Accounting Review, Vol. 80, Nº 2, pp. 539–561.
- Franco, J. M. M. e Viçoso, M. (2011). *Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas*. Instituto Português de Corporate Governance. Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance. 1º Fascículo.

- Franks J. R. e Mayer, C. P. (1992). *Corporate control: a synthesis of the international evidence*. Working Paper London Business School.
- Franks, J. and C. Mayer (1995). *Ownership and Control. In Trends in Business Organization: Do participation and Cooperation Increase Competitiveness?* Edited by H. Siebert. Tübingen: Mohr, pp. 171–200.
- Franks, J. R. e Mayer, C. P. (1997). *Corporate Ownership and Control in The U.K., Germany and France*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 9, pp. 30–45.
- Frezatti, F. e Aguiar, A. B. (2007). *EBITDA: Possíveis Impactos sobre o Gerenciamento das Empresas*. Revista Universo Contábil. Blumenau, Vol. 3, Nº 3, pp. 7–24.
- Gispert, C. (1998). *Board turnover and firm performance in spanish companies*. Investigaciones Económicas, Vol. 12, Nº 3, pp. 517–536.
- Goergen, M. (2007). *What do we know about different systems of corporate governance?* Finance Working Paper Nº 163/2007. European Corporate Governance Institute.
- Green Paper (2011). *The EU corporate governance framework*. European Commission. Brussels, COM(2011) 164.
- Gujarati, D. e Porter, D. (2009). *Basic Econometrics*. McGraw-Hill international ed.
- Harvey, C. R., Lins, K. V. e Roper A. H. (2003). *The effect of capital structure when expected agency costs are extreme*. Journal of Financial Economics, Nº 74, pp. 3–30.
- Hausman, J. A. (r 1978). *Specification Tests in Econometrics*. Econometrica, Vol. 46, Nº 6, pp. 1251–1271.

- Hermalin, B. e Weisbach (1991). *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*. Financial Management, Vol. 20, pp. 101–112.
- Hermalin, B. E. e Weisbach, M. S. (2003). *Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature*. Economic Policy Review, Vol. 9, pp. 7–27.
- Himmelberg C. P., Hubbard, R. G. e Palia D. (1999). *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*. Journal of Financial Economics Vol. 53, pp. 353–384.
- Holmström, B. R e Kaplan S. N (2003). *The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?*. Finance Working Paper No. 23/2003.
- Hsiao, C. (1986). *Analisis of Panel Data*. Cambridge; Cambridge University Press.
- Huson, M. R., Malatesta P. H. e Parrino, R. (2004). *Managerial succession and firm performance*. Journal of Financial Economics, Vol. 74, N° 2, pp. 237–275.
- Hutchinson, M. (2002). *An analysis of the association between firms' investment opportunities, board composition, and firm performance*. Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics, N° 9, pp. 17–39.
- Jackling, B. e Johl, S. (2009). *Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies*. Corporate Governance: An International Review, Vol. 17, N° 4, pp.492–509.
- Jeffers E. (2005). *Corporate Governance: Toward Converging Models?* Global Finance, Vol. 16, pp. 221–232.
- Jensen, M. (1986). *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. American Economic Review, Vol. 76, N° 2, pp. 323–329.

- Jensen M. (1993). *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*. Journal of Finance, Chicago: American Finance Association, Vol. 48, pp. 831–880.
- Jensen, M. C., e Meckling W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics, October, Vol. 3, Nº 4, pp. 305–360.
- Jensen, M. C. e Murphy, K. J. (1990). *Performance Pay and Top Management Incentives*. Journal of Political. Economy, Vol. 98, Nº 2, pp. 225–264.
- Kang, J. e Shivdasani A. (1995). *Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan*. Journal of Financial Economics, Vol. 38, pp. 29–58.
- Kaplan, S. N. (1994). *Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany*. Journal of Law Economics and Organization, Vol. 10, pp. 142–159.
- Klapper, L. e Love, I. (2004). *Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets*. Journal of Corporate Finance, Vol. 10, pp. 703–728.
- Krivogorsky, V. (2006). *Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe*. The International Journal of Accounting, Vol. 41, pp. 176–197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A e Vishny, R .W. (1997), *Legal Determinants of External Finance*. Journal of Finance, Vol. 52, Nº 3, pp. 1131–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. (1999). *Investor Protection and Corporate Valuation*. Harvard Institute of Economics Research Paper Nº 1882.

- Larker, D. e Tayan, B. (2008). *Models of Corporate Governance: Who's the Fairest of Them All?* Stanford Graduate School of Business. Case: CG-11. Rock Center for Corporate Governance, pp. 1–33.
- Lichtenberg, F. R. e G. M. Pushner (1992). *Ownership structure and corporate performance in Japan*. NBER Working paper, 4092.
- Lie, E. e Lie, H. J. *Multiples Used to Estimate Corporate Value*. Financial Analysts Journal. Vol. 58, Nº 2.
- Lindenberg, E. e Ross, S. (1981). Tobin's ratio and industrial organization. Journal of Business, Vol. 1, Nº 54, pp. 1–33.
- Lipton M. e Lorsch J. W. (1992). *A modest proposal for improved corporate governance*. Business Lawyer, Vol. 48, pp. 59–77.
- Meisel, N. (2004). *Governance Culture and Development - A Different Perspective on Corporate Governance*, OECD - Development Centre Studies.
- Miguel, A. e Pindado, J. (2001). *Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data*. Journal of Corporate Finance, Vol. 7, pp. 77–99.
- Monks, R. e Minnow, N. (1996). *Watching the Watchers: Corporate governance for the 21st century*. Blackwell, New York.
- Monterrey, J. e Sánchez-Segura, A. (2007). *Rotación y dependencia económica de los auditores: sus efectos sobre la calidad del resultado en las compañías cotizadas españolas*. Investigaciones Económicas, Vol. 31, pp. 119–159.
- Neves, J. C. (2005). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*. Texto Editores. 1ª Edição. Lisboa.

- OCDE (1999). *OCDE Principles of Corporate Governance*. OECD publications, Paris.
- OCDE (2004). *OCDE Principles of Corporate Governance*. OECD publications, Paris.
- Okabe, M. (2009). *Corporate Governance in Japan: Evolution, Policy Measures, and Future Issues*. Codes of Good Governance Around the World, New York: Nova Publishers, in 2009.
- Ozkan, A. (2001). *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data*. Journal of Business Finance & Accounting, N° 28, pp. 175–198.
- Patro, S., Lehn K., e Zhao, M. (2003). *Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards*. Financial Management N° 38, pp. 1935–2000,
- Porter, M. E. (1992), *Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System*. Harvard Business Review, September-October, pp. 65–82.
- Prevost, A. K., Rao, R. P. e Hossain, M. (2002). *Determinants of Board Composition in New Zealand: A Simultaneous Equation Approach*. Journal of Empirical Finance, Vol. 9, pp. 373–397.
- Rajan, R. e Zingales, L. (1995). *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. The Journal of Finance, Vol. 50, N° 5, pp. 1421–1460.
- Renneboog, L. (2000). *Ownership, managerial control and the governance of companies on the Brussels Stock Exchange*. Journal of Banking and Finance, Vol. 24, pp. 1959–1995.
- Romano, R. (1996). *Corporate Law and Corporate Governance*. Industrial and Corporate Change, Vol. 5, pp. 277–339.

- Romano, R. (2004). *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*. New York University Law and Economics Working Papers, N° 3.
- Sarbanes-Oxley Act (SOX), (2002). Public Law 107-204-July 30, 2002.
- Sarkar, J. e Sarkar, S. (2008). *Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India*. Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 17, N° 2, pp. 271–293.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves C. F., Cunha J. A. e Monteiro M. A. (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance.
- Shleifer, A. e Vishny, R. (1997). *A Survey of Corporate Governance*. Journal of Finance, Vol. 52.
- Smith, A., (1776). *The Wealth of Nations*. Edited by Edwin Cannan, 1904. Reprint edition, 1937. New York, Modern Library.
- Sternber, E. (2004). *Corporate Governance: Accountability in the Marketplace*. Second Edition. The Institute of Economic Affairs.
- Tobin, J. (1969). *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*. Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, N° 1.
- Vance, S. C., (1964). *Board of directors: Structure and performance*. Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Verbeek, M. (2008). *A Guide to Modern Econometrics*. John Wiley and Sons. 3rd ed.
- Walsh C. (1996). *Key Management Ratios: How to Analyze, Compare and Control the Figures That Drive Company Value*. Pitman Publishing, London.

- Weimer, J. e Pape J. (1999). *A Taxonomy of systems of Corporate Governance*. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 7.
- Weisbach, M. S. (1988). *Outside Directors and CEO Turnover*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431–460.
- Yermack, D. (1996). *Higher market valuation of companies with a small board of Directors*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Nº 3, pp. 185–213.
- Zahra, S. A. (1996). *Governance, Ownership, and Corporate Entrepreneurship: The Moderating Impact of Industry Technological opportunities*. *Academy of Management Journal*, Vol. 39, Nº 6, pp. 1713–1735.

Webgrafia

- Alves, C. e Mendes, V. (2001). *Recomendações da CMVM relativas ao Corporate Governance e à Performance das Sociedades*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliário, Nº 12, pp. 57–88. CMVM. Acedido em 23 de Janeiro de 2012 em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/98c74f2bdb5546fb9b3ea5be8a342e82rec_cmvm_corporate_governance.pdf.
- Comissão do Mercado de Valores de Mobiliário (2006). *Governo das Sociedades Anónimas: Proposta de Alteração ao Código das Sociedades Comercias*. Processo de Consulta Pública n.º1/2006. CMVM. Acedido em 8 de Março de 2012 em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/Comunicados/Documents/56be6a08403749cbbfdada63db3da0aaproposta_alter_csc.pdf
- Comissão do Mercado de Valores de Mobiliário (2011). *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*. CMVM. Acedido em 18 de Março de 2012 em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20Governo%20Societ%C3%A1rio%202011_v2.pdf
- Comissão do Mercado de Valores de Mobiliário (2012). *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*. CMVM. Acedido em 21 de Setembro de 2012 em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/RGS_2012.pdf
- Cottrel, A. e Lucchetti, R. (2010) *Gretl: Gnu Regression, Econometric and Time-series Library*, Versão 1.9.0 (Mac OS X). Acedido em 6 de Maio de 2013 em: http://gretl.sourceforge.net/gretl_portugues.html

- Financial Reporting Council (2010). *The UK Corporate Governance Code*. Acedido em 22 de Outubro de 2012 em:
<http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/The-UK-Corporate-Governance-Code.aspx>
- Report of a CEPS Working Party (1995). *Corporate Governance in Europe*. Centre for European Policy Studies. CEPS Working Report, Nº 12. Acedido em 8 de Novembro de 2012 em:
<http://cg.org.cn/theory/zlyz/Europepolicy.pdf>
- Silva, J. (2004). *O Action Plan da Comissão Europeia e o Contexto da Corporate Governance no início do Séc. XXI*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliário, Nº 18, pp. 72–80. CMVM. Acedido em 10 de Fevereiro de 2012 em:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/b77b50f15c064a178d61e1e432ea53fbCadernosMVM18.pdf>
- Silva, P. (2005). *Análise do Cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades em 2004*. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliário, 21, pp. 23-37. CMVM. Acedido em 15 de Fevereiro de 2012 em:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/9426611d191a45708973b46d8c7e996bCadernosMVM21.pdf>.
- Silva, F. (2009). *Códigos de Governo Societário: Does one size fit all?* Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, nº 33, pp. 40–71. CMVM. Acedido em 21 de Maio de 2013 em:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C33Art2I.pdf>
- *Euronext Lisbon* – Acedido em 24 de Outubro de 2012 em:
<https://europeanequities.nyx.com/>

- NYSE and Nasdaq File Proposed Rule Changes on Shareholder Approval of Equity Compensation Plans (2002). *Chadbourne & Parke LL. NYSE & Nasdaq Rules Regarding Equity Compensation Plans*. Acedido em 18 de Julho de 2012 em:

<http://www.chadbourne.com/files/Publication/c4d20a70-057b-4403-8a6f-5f4f79a410ae/Presentation/PublicationAttachment/167ba421-3764-4710-9df1-4a084d835e41/NYSEandNasdaqProposalsreEquityCompensation.pdf>

Anexos

Código das Sociedades Comerciais

TÍTULO I - Parte geral

CAPÍTULO V - Administração e fiscalização

Artigo 64.º - Deveres fundamentais

1 - Os gerentes ou administradores da sociedade devem observar:

a) Deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da actividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e

b) Deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores.

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

Código das Sociedades Comerciais

TÍTULO IV – Sociedades Anónimas

CAPÍTULO VI - Administração, fiscalização e secretário da sociedade

SECÇÃO II. Fiscalização

Artigo 414.º - Composição qualitativa

1 - O fiscal único e o suplente têm de ser revisores oficiais de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas e não podem ser acionistas.

2 - O Conselho Fiscal deve incluir um Revisor Oficial de Contas ou uma sociedade de revisores oficiais de contas, salvo se for adotada a modalidade referida na alínea b) do n.º 1 do artigo anterior.

3 - Os restantes membros do Conselho Fiscal podem ser sociedades de advogados, sociedades de revisores oficiais de contas ou acionistas, mas neste último caso devem ser pessoas singulares com capacidade jurídica plena e devem ter as qualificações e a experiência profissional adequadas ao exercício das suas funções.

4 - Nos casos previstos na alínea a) do n.º 2 do artigo anterior, o Conselho Fiscal deve incluir pelo menos um membro que tenha curso superior adequado ao exercício das suas funções e conhecimentos em auditoria ou contabilidade e que seja independente.

5 - Considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de:

- a) Ser titular ou atuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade;
- b) Ter sido reeleita por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada.

6 - Em sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, o Conselho Fiscal deve ser composto por uma maioria de membros independentes.

II. ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO

II.1. TEMAS GERAIS

II.1.1. ESTRUTURA E COMPETÊNCIA

II.1.1.1. O órgão de administração deve avaliar no seu relatório de governo o modelo adotado, identificando eventuais constrangimentos ao seu funcionamento e propondo medidas de atuação que, no seu juízo, sejam idóneas para os superar.

II.1.1.3. Os órgãos de administração e fiscalização devem ter regulamentos de funcionamento os quais devem ser divulgados no sítio na Internet da sociedade.

II.1.2 INCOMPATIBILIDADES E INDEPENDÊNCIA

II.1.2.1. O Conselho de Administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efetiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da atividade dos membros executivos

II.1.2.2. De entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.

II.1.2.3. A avaliação da independência dos seus membros não executivos feita pelo órgão de administração deve ter em conta as regras legais e regulamentares em vigor sobre os requisitos de independência e o regime de incompatibilidades aplicáveis aos membros dos outros órgãos sociais, assegurando a coerência sistemática e temporal na aplicação dos critérios de independência a toda a sociedade. Não deve ser considerado independente administrador que, noutra órgão social, não pudesse assumir essa qualidade por força das normas aplicáveis.

II.1.3 ELEGIBILIDADE E NOMEAÇÃO

II.1.3.2 O processo de seleção de candidatos a administradores não executivos deve ser concebido de forma a impedir a interferência dos administradores executivos.

II.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

II.2.1. Dentro dos limites estabelecidos por lei para cada estrutura de administração e fiscalização, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.

II.2.2. O Conselho de Administração deve assegurar que a sociedade atua de forma consentânea com os seus objetivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente, no que respeita a: i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) definir a estrutura empresarial do grupo; iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.

II.2.3. Caso o presidente do conselho de administração exerça funções executivas, o Conselho de Administração deve encontrar mecanismos eficientes de coordenação dos trabalhos dos membros não executivos, que designadamente assegurem que estes possam decidir de forma independente e informada, e deve proceder-se à devida explicitação desses mecanismos aos acionistas no âmbito do relatório sobre o Governo da Sociedade.

II.2.4. O relatório anual de gestão deve incluir uma descrição sobre a atividade desenvolvida pelos administradores não executivos referindo, nomeadamente, eventuais constrangimentos deparados.

II.2.5. A sociedade deve explicitar a sua política de rotação dos pelouros no Conselho de Administração, designadamente do responsável pelo pelouro financeiro, e informar sobre ela no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.

II.3.1. Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.

II.3.2. O Presidente da Comissão Executiva deve remeter, respetivamente, ao Presidente do Conselho de Administração e, conforme aplicável, ao Presidente da Conselho Fiscal ou da Comissão de Auditoria, as convocatórias e as atas das respetivas reuniões.

II.3.3. O Presidente do Conselho de Administração executivo deve remeter ao Presidente do Conselho Geral e de Supervisão e ao Presidente da Comissão para as Matérias Financeiras, as convocatórias e as atas das respetivas reuniões.

II.5.1. Salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração e o conselho geral e de supervisão, consoante o modelo adotado, devem criar as comissões que se mostrem necessárias para: i) assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e para a avaliação do seu próprio desempenho global, bem assim como das diversas comissões existentes; ii) refletir sobre o sistema de governo adotado, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria; iii) identificar atempadamente potenciais candidatos com o elevado perfil necessário ao desempenho de funções de administrador.

II.5.4. Todas as comissões devem elaborar atas das reuniões que realizem.

Anexo 4 – Empresas selecionadas para a amostra deste trabalho (40 empresas cotadas na Euronext

Lisbon)

Empresas
BANIF, SGPS
BCP
BES
BPI
BRISA
CIMPOR, SGPS
COFINA, SGPS
COMPTA
CORTICEIRA AMORIM
EDP
ESTORIL SOL P
FISIPE
GALP ENERGIA - NON
GLINT
IBERSOL, SGPS
IMOB. C GRÃO PARA
IMPRESA, SGPS
INAPA - INV. P. GESTÃO
JERÓNIMO MARTINS, SGPS
LISGRAFICA
MARTIFER
MEDIA CAPITAL
MOTA ENGIL
NOVABASE, SGPS
OREY ANTUNES ESC.
PORTUCEL
PORTUGAL TELECOM
REDITUS, SGPS
REN
SAG GEST
SEMAPA
SOARES DA COSTA
SONAE
SONAE CAPITAL
SONAE COM, SGPS
SONAE IND., SGPS
SUMOL + COMPAL
TOYOTA CAETANO
VAA VISTA ALEGRE
ZON MULTIMÉDIA

Fonte: Euronext Lisbon

Anexo 5 – Base de Dados

Ano	Empresa	DIM_CA	DIM_CA ²	IND_CA	IND_CA ²	CEO	DIM_EMP	LEV	CRES	EST_FIN	PSI 20	Q TOBIN	ROE	ROA	EBITDA
2007	BANIF, SGPS	0,78	0,61	0,17	0,03	0	5,81	0,58	1,34	1	0	1,036	0,11	0,07	456
2008	BANIF, SGPS	0,85	0,71	0,14	0,02	0	5,84	0,55	1,08	1	0	0,984	0,06	0,04	473
2009	BANIF, SGPS	0,85	0,71	0,14	0,02	0	6,03	0,34	1,55	1	0	0,977	0,02	0,01	493
2010	BANIF, SGPS	0,85	0,71	0,29	0,08	1	6,11	0,26	1,20	1	0	0,966	0,02	0,01	548
2011	BANIF, SGPS	1,04	1,08	0,27	0,07	0	6,13	0,70	1,03	1	1	0,576	-0,03	-0,02	584
2007	BCP	0,95	0,91	0	0,00	0	7,91	21,19	1,08	1	1	1,067	0,09	0,00	2.792
2008	BCP	0,85	0,71	0	0,00	1	7,95	15,04	1,11	1	1	0,977	0,08	0,01	2.602
2009	BCP	0,90	0,82	0	0,00	0	7,97	13,09	1,05	1	1	0,970	0,03	0,00	2.493
2010	BCP	0,90	0,82	0	0,00	0	8,00	19,21	1,07	1	1	0,960	0,07	0,00	2.892
2011	BCP	0,85	0,71	0	0,00	0	7,99	20,64	0,97	1	1	0,964	-0,10	0,00	2.581
2007	BES	1,49	2,22	0,16	0,03	0	7,76	11,41	1,15	1	1	1,033	0,12	0,01	2.001
2008	BES	1,41	2,00	0,27	0,07	0	7,83	17,56	1,16	1	1	0,985	0,06	0,00	1.888
2009	BES	1,43	2,05	0,26	0,07	0	7,87	12,56	1,11	1	1	0,984	0,07	0,00	2.449
2010	BES	1,43	2,05	0,26	0,07	0	7,88	11,14	1,02	1	1	0,957	0,05	0,00	2.404
2011	BES	1,40	1,95	0,28	0,08	0	7,87	13,33	0,98	1	1	0,957	0,05	0,00	2.351
2007	BPI	1,32	1,75	0,38	0,15	0	7,55	27,24	1,13	1	1	1,060	0,18	0,01	1.180
2008	BPI	1,36	1,85	0,30	0,09	0	7,60	29,39	1,13	1	1	1,002	0,27	0,01	1.176
2009	BPI	1,40	1,95	0,28	0,08	0	7,64	26,68	1,10	1	1	1,001	0,07	0,00	1.195
2010	BPI	1,40	1,95	0,28	0,08	0	7,64	47,38	1,00	1	1	0,996	0,10	0,00	1.109
2011	BPI	1,38	1,90	0,29	0,09	0	7,63	1035,01	0,97	1	1	1,032	-5,20	-0,01	1.087
2007	BRISA	1,11	1,24	0,31	0,09	0	6,69	2,30	1,06	0	1	1,822	0,45	0,14	454
2008	BRISA	1,11	1,24	0,38	0,15	0	6,69	2,78	0,99	0	1	1,335	0,56	0,15	478
2009	BRISA	1,11	1,24	0,46	0,21	0	6,70	2,71	1,01	0	1	1,565	0,53	0,14	436
2010	BRISA	1,11	1,24	0,54	0,29	0	6,15	0,23	0,29	0	1	1,203	0,43	0,35	342
2011	BRISA	1,15	1,31	0,29	0,08	0	6,19	0,65	1,07	0	1	1,391	0,03	0,02	297
2007	CIMPOR, SGPS	1,04	1,08	0,27	0,07	0	6,16	0,08	0,96	0	1	1,462	0,20	0,19	603
2008	CIMPOR, SGPS	1,04	1,08	0,27	0,07	0	6,05	0,05	0,78	0	1	1,181	0,14	0,14	577
2009	CIMPOR, SGPS	1,11	1,24	0,38	0,15	0	6,11	0,05	1,16	0	1	1,505	0,15	0,14	603
2010	CIMPOR, SGPS	1,18	1,38	0,20	0,04	1	6,14	0,05	1,06	0	1	1,237	0,23	0,22	626
2011	CIMPOR, SGPS	1,18	1,38	0,20	0,04	1	6,13	0,06	0,99	0	1	0,062	0,09	0,08	616
2007	COFINA, SGPS	0,70	0,49	0,00	0,00	0	5,59	5,93	1,00	0	0	1,250	2,19	0,14	21
2008	COFINA, SGPS	0,70	0,49	0,00	0,00	0	5,50	5,55	0,81	0	0	1,244	-2,35	-0,19	20
2009	COFINA, SGPS	0,60	0,36	0,00	0,00	0	5,50	7,48	1,00	0	0	1,425	0,04	0,00	21
2010	COFINA, SGPS	0,78	0,61	0,00	0,00	0	5,45	1,42	0,88	0	0	1,289	0,37	0,15	23
2011	COFINA, SGPS	0,78	0,61	0,00	0,00	0	5,32	1,13	0,75	0	0	0,903	-0,17	-0,08	20
2007	COMPTA	0,70	0,49	0,60	0,36	0	4,42	-3,73	1,20	0	0	1,510	-0,30	0,11	-1
2008	COMPTA	0,70	0,49	0,60	0,36	0	4,33	9,12	0,82	0	0	1,346	0,08	0,01	2
2009	COMPTA	0,70	0,49	0,60	0,36	0	4,29	3,28	0,91	0	0	1,383	0,04	0,01	1
2010	COMPTA	0,70	0,49	0,60	0,36	0	4,41	1,22	1,35	0	0	1,280	0,01	0,01	2
2011	COMPTA	0,70	0,49	0,60	0,36	0	4,34	0,70	0,84	0	0	0,835	-0,01	-0,01	1

Ano	Empresa	DIM_CA	DIM_CA²	IND_CA	IND_CA²	CEO	DIM_EM P	LEV	CRES	EST_FIN	PSI 20	Q TOBIN	ROE	ROA	EBITDA
2007	CORTICEIRA AMORIM	0,85	0,71	0,14	0,02	0	5,60	1,01	1,22	0	0	1,042	-0,01	0,00	58
2008	CORTICEIRA AMORIM	0,85	0,71	0,14	0,02	0	5,52	1,08	0,83	0	0	0,775	0,11	0,07	47
2009	CORTICEIRA AMORIM	0,85	0,71	0,14	0,02	0	5,65	0,71	1,35	0	0	0,782	0,19	0,10	34
2010	CORTICEIRA AMORIM	0,85	0,71	0,14	0,02	0	5,63	0,61	0,94	0	0	0,818	0,10	0,06	61
2011	CORTICEIRA AMORIM	0,85	0,71	0,00	0,00	0	5,56	0,41	0,86	0	0	0,781	0,00	0,00	72
2007	EDP	0,85	0,71	0,00	0,00	0	7,22	2,00	1,31	0	1	1,320	0,08	0,03	2.682
2008	EDP	0,85	0,71	0,00	0,00	0	7,28	2,28	1,14	0	1	1,098	0,09	0,03	3.236
2009	EDP	0,85	0,71	0,00	0,00	0	7,24	2,23	0,91	0	1	1,105	0,10	0,04	3.259
2010	EDP	0,85	0,71	0,00	0,00	0	7,26	2,28	1,05	0	1	1,031	0,11	0,04	3.532
2011	EDP	0,85	0,71	0,00	0,00	0	7,27	1,78	1,03	0	1	0,640	0,12	0,04	3.977
2007	ESTORIL SOL P	1,04	1,08	0,00	0,00	0	5,14	1,87	1,01	0	0	1,076	0,11	0,09	60
2008	ESTORIL SOL P	0,95	0,91	0,00	0,00	0	5,08	2,05	0,87	0	0	1,080	-0,12	-0,10	36
2009	ESTORIL SOL P	0,95	0,91	0,00	0,00	0	5,24	1,81	1,44	0	0	1,149	0,05	0,03	48
2010	ESTORIL SOL P	0,95	0,91	0,00	0,00	0	5,20	1,51	0,91	0	0	1,074	0,04	0,03	42
2011	ESTORIL SOL P	0,95	0,91	0,00	0,00	0	5,16	0,51	0,92	0	0	0,753	-0,07	-0,05	34
2007	FISIPE	0,70	0,49	0,00	0,00	0	4,46	0,37	0,98	0	0	0,989	-0,10	-0,07	2
2008	FISIPE	0,70	0,49	0,00	0,00	0	4,80	0,97	2,19	0	0	0,919	-0,15	-0,05	2
2009	FISIPE	0,70	0,49	0,00	0,00	0	4,78	0,64	0,95	0	0	1,061	0,09	0,03	8
2010	FISIPE	0,70	0,49	0,00	0,00	0	4,84	1,09	1,15	0	0	0,992	-0,10	-0,03	4
2011	FISIPE	0,70	0,49	0,00	0,00	0	4,82	2,42	0,95	0	0	0,997	0,01	0,00	7
2007	GALP ENERGIA - NON	1,18	1,38	0,13	0,02	0	6,43	0,32	0,88	0	1	2,287	0,30	0,22	990
2008	GALP ENERGIA - NON	1,23	1,51	0,12	0,01	0	6,56	0,61	1,35	0	1	0,380	0,23	0,14	975
2009	GALP ENERGIA - NON	1,23	1,51	0,12	0,01	0	6,49	0,90	0,84	0	1	0,478	0,31	0,16	630
2010	GALP ENERGIA - NON	1,23	1,51	0,12	0,01	0	6,63	1,37	1,39	0	1	0,580	0,20	0,08	864
2011	GALP ENERGIA - NON	1,23	1,51	0,12	0,01	0	6,68	1,71	1,12	0	1	0,633	0,04	0,02	797
2007	GLINT	0,70	0,49	0,40	0,16	0	4,80	0,23	1,54	0	0	1,021	-0,12	-0,08	3
2008	GLINT	0,95	0,91	0,22	0,05	1	5,10	0,40	1,99	0	0	0,721	-0,01	0,00	10
2009	GLINT	0,95	0,91	0,22	0,05	0	5,11	0,36	1,03	0	0	0,816	0,00	0,00	8
2010	GLINT	0,95	0,91	0,33	0,11	1	5,18	0,41	1,16	0	0	0,616	0,01	0,01	5
2011	GLINT	1,00	1,00	0,10	0,01	1	5,18	0,46	1,01	0	0	0,379	-0,03	-0,02	8
2007	IBERSOL, SGPS	0,48	0,23	0,33	0,11	0	5,19	1,15	1,06	0	0	1,789	0,17	0,07	31
2008	IBERSOL, SGPS	0,48	0,23	0,33	0,11	0	5,23	0,89	1,10	0	0	1,283	0,16	0,07	33
2009	IBERSOL, SGPS	0,48	0,23	0,33	0,11	1	5,26	0,69	1,08	0	0	1,416	0,15	0,07	33
2010	IBERSOL, SGPS	0,48	0,23	0,33	0,11	0	5,30	0,57	1,10	0	0	1,243	0,11	0,07	32
2011	IBERSOL, SGPS	0,48	0,23	0,00	0,00	0	5,31	0,43	1,01	0	0	0,700	0,04	0,03	23
2007	IMOB. C GRÃO PARA	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,81	1,36	0,96	0	0	0,759	-0,12	-0,03	-2
2008	IMOB. C GRÃO PARA	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,70	1,76	0,79	0	0	0,790	-0,44	-0,11	-4
2009	IMOB. C GRÃO PARA	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,65	2,45	0,88	0	0	0,882	-0,76	-0,12	-6
2010	IMOB. C GRÃO PARA	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,93	1,77	1,90	0	0	0,792	-0,71	-0,24	-2
2011	IMOB. C GRÃO PARA	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,92	2,55	0,98	0	0	0,791	-0,22	-0,06	-2

Ano	Empresa	DIM_CA	DIM_CA²	IND_CA	IND_CA²	CEO	DIM_EMP	LEV	CRES	EST_FIN	PSI 20	Q TOBIN	ROE	ROA	EBITDA
2007	IMPRESA, SGPS	0,78	0,61	0,50	0,25	0	5,24	1,27	0,98	0	1	1,354	-7,80	-4,62	47
2008	IMPRESA, SGPS	0,90	0,82	0,63	0,39	0	5,18	1,90	0,88	0	1	1,000	0,39	0,15	19
2009	IMPRESA, SGPS	0,90	0,82	0,63	0,39	0	5,19	1,70	1,02	0	0	1,301	-0,02	-0,01	33
2010	IMPRESA, SGPS	0,90	0,82	0,50	0,25	0	5,22	1,49	1,07	0	0	1,157	0,01	0,01	34
2011	IMPRESA, SGPS	0,90	0,82	0,38	0,14	0	5,23	0,34	1,03	0	0	0,719	0,03	0,02	22
2007	INAPA - INV. P. GESTÃO	0,85	0,71	0,43	0,18	0	5,65	3,68	1,26	0	0	0,990	-0,07	-0,02	36
2008	INAPA - INV. P. GESTÃO	0,90	0,82	0,38	0,14	0	5,55	3,13	0,80	0	0	0,871	0,00	0,00	40
2009	INAPA - INV. P. GESTÃO	0,85	0,71	0,43	0,18	0	5,57	2,75	1,03	0	0	0,921	0,01	0,00	30
2010	INAPA - INV. P. GESTÃO	0,90	0,82	0,38	0,14	0	5,55	2,76	0,96	0	1	0,861	0,02	0,01	32
2011	INAPA - INV. P. GESTÃO	0,90	0,82	0,38	0,14	0	5,55	0,79	1,01	0	1	0,442	-0,03	-0,02	25
2007	J. MARTINS, SGPS	0,95	0,91	0,44	0,20	0	6,07	1,37	0,93	0	1	1,902	0,08	0,07	352
2008	J. MARTINS, SGPS	0,95	0,91	0,44	0,20	0	6,06	1,61	0,98	0	1	1,496	0,03	0,02	460
2009	J. MARTINS, SGPS	1,00	1,00	0,50	0,25	0	6,04	1,13	0,95	0	1	1,946	0,04	0,03	518
2010	J. MARTINS, SGPS	1,04	1,08	0,36	0,13	1	6,00	1,01	0,91	0	1	2,522	0,11	0,09	643
2011	J. MARTINS, SGPS	0,95	0,91	0,33	0,11	0	6,21	0,16	1,61	0	1	0,145	0,42	0,36	720
2007	LISGRAFICA	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,83	-51,95	0,95	0	0	1,169	5,20	-0,10	3
2008	LISGRAFICA	0,48	0,23	0,00	0,00	1	4,90	-10,94	1,18	0	0	1,187	0,99	-0,10	-19
2009	LISGRAFICA	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,88	-5,75	0,95	0	0	1,360	0,50	-0,11	1
2010	LISGRAFICA	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,84	-3,99	0,91	0	0	1,465	0,30	-0,10	1
2011	LISGRAFICA	0,60	0,36	0,00	0,00	0	4,62	-1,96	0,60	0	0	2,042	0,47	-0,49	3
2007	MARTIFER	0,70	0,49	0,00	0,00	0	5,53	0,19	3,05	0	0	0,252	0,08	0,07	20
2008	MARTIFER	0,95	0,91	0,22	0,05	0	5,63	0,55	1,25	0	0	0,435	0,01	0,01	16
2009	MARTIFER	0,85	0,71	0,29	0,08	0	5,69	0,30	1,14	0	0	0,512	0,27	0,21	67
2010	MARTIFER	0,85	0,71	0,29	0,08	0	5,59	0,45	0,79	0	0	0,589	-0,27	-0,18	57
2011	MARTIFER	0,85	0,71	0,29	0,08	0	5,60	0,63	1,03	0	0	0,658	-0,09	-0,05	9
2007	MEDIA CAPITAL	0,90	0,82	0,50	0,25	1	5,34	0,02	1,02	0	0	0,403	0,01	0,01	48
2008	MEDIA CAPITAL	0,95	0,91	0,44	0,20	0	5,28	0,02	0,87	0	0	0,486	0,18	0,17	53
2009	MEDIA CAPITAL	0,90	0,82	0,25	0,06	1	5,24	0,03	0,91	0	0	0,544	0,00	0,00	50
2010	MEDIA CAPITAL	0,90	0,82	0,25	0,06	0	5,26	0,02	1,03	0	0	0,516	0,14	0,14	52
2011	MEDIA CAPITAL	1,00	1,00	0,20	0,04	1	5,27	0,06	1,04	0	0	0,535	0,03	0,03	42
2007	MOTA ENGIL	0,95	0,91	0,33	0,11	0	5,74	5,62	1,29	0	1	1,209	0,43	0,22	239
2008	MOTA ENGIL	1,11	1,24	0,15	0,02	1	5,74	7,03	1,01	0	1	1,052	0,23	0,11	296
2009	MOTA ENGIL	1,15	1,31	0,21	0,05	0	5,82	7,72	1,21	0	1	1,103	0,41	0,18	298
2010	MOTA ENGIL	1,18	1,38	0,20	0,04	0	5,90	2,95	1,18	0	1	0,984	0,28	0,13	218
2011	MOTA ENGIL	1,23	1,51	0,18	0,03	0	5,88	1,67	0,96	0	1	0,906	0,14	0,05	296
2007	NOVABASE, SGPS	1,11	1,24	0,23	0,05	0	4,98	0,18	1,01	0	0	1,007	-0,03	-0,02	23
2008	NOVABASE, SGPS	1,04	1,08	0,27	0,07	0	4,99	0,14	1,03	0	0	1,299	0,09	0,06	21
2009	NOVABASE, SGPS	1,08	1,16	0,25	0,06	0	5,00	0,09	1,02	0	0	1,236	0,21	0,16	22
2010	NOVABASE, SGPS	1,08	1,16	0,25	0,06	0	4,98	0,14	0,96	0	0	0,991	0,04	0,03	22
2011	NOVABASE, SGPS	1,08	1,16	0,25	0,06	0	4,98	0,28	1,00	0	0	0,907	0,14	0,11	14

Ano	Empresa	DIM_CA	DIM_CA²	IND_CA	IND_CA²	CEO	DIM_EMP	LEV	CRES	EST_FIN	PSI 20	Q TOBIN	ROE	ROA	EBITDA
2007	OREY ANTUNES ESC.	0,48	0,23	0,00	0,00	0	4,86	1,06	1,49	0	0	1,089	0,03	0,02	7
2008	OREY ANTUNES ESC.	0,70	0,49	0,40	0,16	0	4,91	0,84	1,10	0	0	1,033	0,03	0,02	5
2009	OREY ANTUNES ESC.	0,70	0,49	0,40	0,16	0	4,99	0,90	1,22	0	0	0,958	0,01	0,01	3
2010	OREY ANTUNES ESC.	0,90	0,82	0,63	0,39	0	5,05	1,68	1,15	0	0	0,975	0,04	0,03	5
2011	OREY ANTUNES ESC.	0,90	0,82	0,63	0,39	0	5,04	0,39	0,97	0	0	0,407	0,11	0,08	9
2007	PORTUCEL	0,95	0,91	0,00	0,00	0	6,33	4,65	1,08	0	1	1,666	3,24	0,66	2.034
2008	PORTUCEL	0,95	0,91	0,00	0,00	1	6,32	28,86	0,98	0	1	1,380	2,59	0,55	2.325
2009	PORTUCEL	0,95	0,91	0,00	0,00	0	6,33	5,34	1,03	0	1	1,426	2,51	0,53	2.128
2010	PORTUCEL	0,95	0,91	0,00	0,00	0	6,38	1,64	1,12	0	1	1,206	0,17	0,09	1.703
2011	PORTUCEL	1,04	1,08	0,00	0,00	0	6,41	0,82	1,07	0	1	0,998	0,12	0,07	62
2007	PORTUGAL TELECOM	1,36	1,85	0,35	0,12	0	7,05	0,64	0,88	0	1	1,218	0,29	0,05	331
2008	PORTUGAL TELECOM	1,32	1,75	0,38	0,15	0	7,08	0,56	1,08	0	1	0,977	0,41	0,04	274
2009	PORTUGAL TELECOM	1,38	1,90	0,33	0,11	0	7,10	0,59	1,05	0	1	1,097	0,26	0,04	248
2010	PORTUGAL TELECOM	1,38	1,90	0,33	0,11	0	7,11	0,63	1,01	0	1	1,166	1,20	0,40	396
2011	PORTUGAL TELECOM	1,38	1,90	0,33	0,11	0	7,00	2,68	0,79	0	1	1,125	0,13	0,03	216
2007	REDITUS, SGPS	0,70	0,49	0,20	0,04	0	4,69	0,54	1,07	0	0	2,707	0,01	0,01	4
2008	REDITUS, SGPS	0,85	0,71	0,29	0,08	0	5,14	1,73	2,80	0	0	1,332	-0,03	-0,02	7
2009	REDITUS, SGPS	0,95	0,91	0,22	0,05	0	5,15	3,02	1,03	0	0	1,325	0,02	0,02	8
2010	REDITUS, SGPS	0,95	0,91	0,22	0,05	0	4,96	3,20	0,64	0	0	1,200	0,02	0,01	11
2011	REDITUS, SGPS	1,00	1,00	0,10	0,01	1	4,96	0,94	1,00	0	0	1,116	-0,36	-0,19	-16
2007	REN	1,04	1,08	0,27	0,07	0	6,11	0,23	0,39	0	1	1,678	0,12	0,09	318
2008	REN	1,11	1,24	0,31	0,09	0	6,42	2,07	2,02	0	1	1,254	0,00	0,00	322
2009	REN	1,11	1,24	0,31	0,09	1	6,47	2,29	1,14	0	1	1,236	0,16	0,05	384
2010	REN	1,11	1,24	0,31	0,09	0	6,51	2,07	1,10	0	1	1,096	0,10	0,03	431
2011	REN	1,08	1,16	0,33	0,11	0	6,55	2,30	1,09	0	1	0,853	0,10	0,03	472
2007	S. COSTA	0,95	0,91	0,22	0,05	1	5,83	2,44	0,96	0	1	0,884	0,09	0,05	36
2008	S. COSTA	0,95	0,91	0,22	0,05	0	5,87	4,71	1,10	0	0	0,921	0,09	0,04	84
2009	S. COSTA	0,90	0,82	0,25	0,06	0	5,92	5,68	1,12	0	0	0,931	0,01	0,01	85
2010	S. COSTA	0,90	0,82	0,25	0,06	0	5,93	6,12	1,02	0	0	0,928	0,01	0,00	85
2011	S. COSTA	0,90	0,82	0,50	0,25	0	5,92	1,81	0,99	0	0	0,728	-0,19	-0,07	79
2007	SAG GEST	1,11	1,24	0,00	0,00	0	6,12	3,01	1,01	0	0	1,098	0,16	0,09	61
2008	SAG GEST	1,11	1,24	0,00	0,00	0	6,16	8,64	1,10	0	0	1,967	0,13	0,07	68
2009	SAG GEST	1,04	1,08	0,00	0,00	0	6,16	5,93	0,99	0	0	2,056	0,09	0,05	92
2010	SAG GEST	1,08	1,16	0,00	0,00	0	6,20	5,75	1,10	0	0	0,875	0,13	0,08	95
2011	SAG GEST	1,08	1,16	0,00	0,00	0	6,30	0,85	1,26	0	0	0,776	0,11	0,06	92
2007	SEMAPA	0,78	0,61	0,33	0,11	0	5,50	1,79	1,11	0	1	1,142	0,12	0,05	420
2008	SEMAPA	0,95	0,91	0,22	0,05	0	5,60	1,58	1,24	0	1	0,862	0,15	0,06	340
2009	SEMAPA	0,95	0,91	0,22	0,05	0	5,67	1,53	1,18	0	1	0,953	0,14	0,06	315
2010	SEMAPA	1,00	1,00	0,20	0,04	0	5,69	1,52	1,04	0	1	0,877	0,13	0,06	448
2011	SEMAPA	1,04	1,08	0,18	0,03	1	5,73	1,55	1,11	0	1	0,717	0,00	0,00	280

Ano	Empresa	DIM_CA	DIM_CA²	IND_CA	IND_CA²	CEO	DIM_EMP	LEV	CRES	EST_FIN	PSI 20	Q TOBIN	ROE	ROA	EBITDA
2007	SONAE	0,95	0,91	0,33	0,11	1	6,58	2,54	0,94	0	1	0,966	0,00	0,00	691
2008	SONAE	0,90	0,82	0,38	0,14	0	6,58	2,92	0,99	0	1	0,872	0,01	0,01	449
2009	SONAE	1,00	1,00	0,50	0,25	0	6,56	2,66	0,95	0	1	0,886	0,03	0,03	461
2010	SONAE	1,00	1,00	0,50	0,25	0	6,61	2,32	1,13	0	1	0,858	0,11	0,09	692
2011	SONAE	1,00	1,00	0,50	0,25	0	6,60	0,19	0,98	0	1	0,390	-0,02	-0,02	661
2007	SONAE CAPITAL	0,48	0,23	0,00	0,00	1	5,64	0,13	0,00	0	0	0,988	-0,01	0,00	15
2008	SONAE CAPITAL	0,85	0,71	0,57	0,33	0	5,74	0,43	1,26	0	0	0,501	0,00	0,00	17
2009	SONAE CAPITAL	0,85	0,71	0,57	0,33	0	5,87	0,35	1,36	0	0	0,543	0,30	0,22	2
2010	SONAE CAPITAL	0,85	0,71	0,57	0,33	0	5,89	0,43	1,06	0	0	0,431	0,00	0,00	2
2011	SONAE CAPITAL	0,70	0,49	0,40	0,16	0	5,86	0,33	0,93	0	0	0,343	0,00	0,00	2
2007	SONAE IND., SGPS	1,04	1,08	0,18	0,03	1	6,20	0,42	1,11	0	1	2,720	-0,01	-0,01	162
2008	SONAE IND., SGPS	1,08	1,16	0,25	0,06	0	6,19	0,44	0,99	0	1	0,972	0,02	0,01	160
2009	SONAE IND., SGPS	1,00	1,00	0,30	0,09	0	6,20	0,41	1,01	0	1	1,419	-0,01	0,00	176
2010	SONAE IND., SGPS	1,04	1,08	0,27	0,07	0	6,22	0,37	1,04	0	1	1,314	0,11	0,08	194
2011	SONAE IND., SGPS	1,04	1,08	0,27	0,07	0	6,23	0,37	1,04	0	1	0,530	-0,01	0,00	213
2007	SONAE COM, SGPS	1,00	1,00	0,30	0,09	0	6,23	1,45	0,99	0	1	0,764	0,02	0,01	337
2008	SONAE COM, SGPS	0,95	0,91	0,33	0,11	0	6,22	2,40	0,97	0	1	0,861	0,00	0,00	100
2009	SONAE COM, SGPS	0,90	0,82	0,38	0,14	0	6,20	2,24	0,97	0	1	0,872	0,01	0,00	119
2010	SONAE COM, SGPS	0,95	0,91	0,33	0,11	0	6,18	2,50	0,96	0	1	0,899	0,00	0,00	53
2011	SONAE COM, SGPS	0,85	0,71	0,29	0,08	1	6,18	0,57	0,99	0	1	0,420	0,00	0,00	76
2007	SUMOL + COMPAL	0,85	0,71	0,00	0,00	0	5,06	0,42	0,95	0	0	3,502	-0,01	-0,01	17
2008	SUMOL + COMPAL	0,85	0,71	0,00	0,00	1	5,34	1,94	1,94	0	0	1,022	0,09	0,06	27
2009	SUMOL + COMPAL	0,90	0,82	0,00	0,00	0	5,33	2,04	0,97	0	0	1,143	0,04	0,03	36
2010	SUMOL + COMPAL	0,90	0,82	0,00	0,00	0	5,34	1,91	1,02	0	0	0,918	0,00	0,00	50
2011	SUMOL + COMPAL	0,90	0,82	0,00	0,00	0	5,35	0,61	1,04	0	0	0,798	-0,02	-0,01	46
2007	TOYOTA CAETANO	0,85	0,71	0,00	0,00	0	5,39	0,71	0,95	0	0	3,656	0,10	0,04	36
2008	TOYOTA CAETANO	0,85	0,71	0,00	0,00	0	5,41	0,96	1,04	0	0	2,844	4,24	1,70	28
2009	TOYOTA CAETANO	0,85	0,71	0,14	0,02	0	5,32	0,56	0,82	0	0	3,692	3,06	1,54	33
2010	TOYOTA CAETANO	0,90	0,82	0,00	0,00	1	5,41	0,44	1,21	0	0	3,885	0,08	0,04	95
2011	TOYOTA CAETANO	0,85	0,71	0,00	0,00	0	5,35	0,70	0,88	0	0	1,038	-0,02	-0,01	50
2007	VAA VISTA ALEGRE	0,85	0,71	0,29	0,08	0	4,98	-8,63	0,98	0	0	1,267	-0,10	-0,04	1
2008	VAA VISTA ALEGRE	0,78	0,61	0,33	0,11	0	4,98	-3,56	0,99	0	0	1,336	-0,13	-0,04	-5
2009	VAA VISTA ALEGRE	1,04	1,08	0,55	0,30	1	4,94	-2,45	0,90	0	0	1,578	-0,12	-0,03	-12
2010	VAA VISTA ALEGRE	0,95	0,91	0,00	0,00	1	5,11	2,18	1,50	0	0	1,455	-0,01	-0,01	3
2011	VAA VISTA ALEGRE	0,95	0,91	0,00	0,00	0	5,11	0,31	1,00	0	0	0,265	-0,01	-0,01	9
2007	ZON MULTIMÉDIA	1,11	1,24	0,38	0,15	1	5,79	0,70	0,99	0	1	3,613	0,23	0,14	189
2008	ZON MULTIMÉDIA	1,20	1,45	0,31	0,10	0	6,00	4,53	1,63	0	1	1,729	0,43	0,11	239
2009	ZON MULTIMÉDIA	1,20	1,45	0,31	0,10	0	6,07	5,37	1,18	0	1	1,785	0,34	0,07	257
2010	ZON MULTIMÉDIA	1,26	1,58	0,33	0,11	0	6,19	4,43	1,33	0	1	1,489	0,15	0,02	302
2011	ZON MULTIMÉDIA	1,20	1,45	0,31	0,10	0	6,23	6,44	1,07	0	1	1,293	0,15	0,02	226

Anexo 6 – Outputs dos Modelos Estimados no GRETL

Model 1: Random-effects (GLS), using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: Q_TOBIN

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	1.46835	0.838917	1.7503	0.08174	*
DIM_CA	-0.455268	1.85798	-0.2450	0.80670	
DIM_CA2	-0.0452105	1.00154	-0.0451	0.96404	
IND_CA	0.78524	0.875145	0.8973	0.37075	
IND_CA2	-1.02306	1.51755	-0.6741	0.50106	
CEO	0.198298	0.105211	1.8848	0.06104	*

Mean dependent var	1.120005	S.D. dependent var	0.607380
Sum squared resid	73.35550	S.E. of regression	0.629695
Log-likelihood	-179.1862	Akaike criterion	370.3724
Schwarz criterion	389.8545	Hannan-Quinn	378.2643

'Within' variance = 0.193862
 'Between' variance = 0.213789
 theta used for quasi-demeaning = 0.574138

Breusch-Pagan test -

Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0
 Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 58.1119
 with p-value = 2.47623e-014

Hausman test -

Null hypothesis: GLS estimates are consistent
 Asymptotic test statistic: Chi-square(5) = 19.6783
 with p-value = 0.00143586

Model 2: Random-effects (GLS), using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: Q_TOBIN

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	2.39424	1.16329	2.0582	0.04102	**
DIM_CA	-0.493656	1.96181	-0.2516	0.80161	
DIM_CA2	-0.0380074	1.07068	-0.0355	0.97172	
IND_CA	0.85751	0.908879	0.9435	0.34671	
IND_CA2	-1.15917	1.55964	-0.7432	0.45832	
CEO	0.185173	0.105785	1.7505	0.08175	*
DIM_EMP	-0.140779	0.160514	-0.8771	0.38163	
LEVERAGE	0.00704317	0.013734	0.5128	0.60870	
CRESCIMENTO	-0.149999	0.11462	-1.3087	0.19233	
EST_FIN	0.0421894	0.37961	0.1111	0.91163	
PSI_20	0.137461	0.179654	0.7651	0.44519	

Mean dependent var	1.120005	S.D. dependent var	0.607380
Sum squared resid	73.08385	S.E. of regression	0.637198
Log-likelihood	-178.8337	Akaike criterion	379.6675
Schwarz criterion	415.3848	Hannan-Quinn	394.1360

'Within' variance = 0.178289

'Between' variance = 0.233075

theta used for quasi-demeaning = 0.608863

Breusch-Pagan test -

Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0

Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 51.9135

with p-value = 5.80017e-013

Hausman test -

Null hypothesis: GLS estimates are consistent

Asymptotic test statistic: Chi-square(9) = 38.2316

with p-value = 1.584e-005

Model 3: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: Q_TOBIN
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	2.29911	1.22473	1.8772	0.06247	*
DIM_CA	-0.891195	3.35527	-0.2656	0.79091	
DIM_CA2	-0.719281	2.09308	-0.3436	0.73160	
IND_CA	1.71816	0.712506	2.4114	0.01712	**
IND_CA2	-1.36518	1.21367	-1.1248	0.26249	
CEO	0.285135	0.154331	1.8476	0.06668	*

Mean dependent var	1.120005	S.D. dependent var	0.607380
Sum squared resid	28.49765	S.E. of regression	0.440297
R-squared	0.591280	Adjusted R-squared	0.474503
F(42, 147)	5.063320	P-value(F)	1.10e-13
Log-likelihood	-89.36410	Akaike criterion	264.7282
Schwarz criterion	404.3502	Hannan-Quinn	321.2871
rho	-0.248901	Durbin-Watson	1.545644

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: $F(37, 147) = 5.58719$

with p-value = $P(F(37, 147) > 5.58719) = 2.1768e-014$

Model 4: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: Q_TOBIN
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	10.05	3.71465	2.7055	0.00765	***
DIM_CA	0.212916	2.99768	0.0710	0.94348	
DIM_CA2	-0.847075	1.83632	-0.4613	0.64529	
IND_CA	1.97751	0.645631	3.0629	0.00262	***
IND_CA2	-2.06344	1.08373	-1.9040	0.05892	*
CEO	0.260798	0.138992	1.8764	0.06264	*
DIM_EMP	-1.47672	0.650306	-2.2708	0.02465	**
LEVERAGE	0.00366437	0.0117304	0.3124	0.75521	
CRESCIMENTO	-0.022665	0.0650984	-0.3482	0.72823	
PSI_20	-0.10507	0.0893709	-1.1757	0.24169	

Mean dependent var	1.120005	S.D. dependent var	0.607380
Sum squared resid	25.49532	S.E. of regression	0.422243
R-squared	0.634340	Adjusted R-squared	0.516715
F(46, 143)	5.392912	P-value(F)	4.31e-15
Log-likelihood	-78.78803	Akaike criterion	251.5761
Schwarz criterion	404.1862	Hannan-Quinn	313.3962
rho	-0.244668	Durbin-Watson	1.562076

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: $F(37, 143) = 6.16739$

with $p\text{-value} = P(F(37, 143) > 6.16739) = 8.65199e-016$

Model 5: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: Q_TOBIN
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	11.2115	3.85587	2.9076	0.00420	***
IND_CA	2.25628	0.597678	3.7751	0.00023	***
IND_CA2	-2.82096	0.997837	-2.8271	0.00535	***
CEO	0.22964	0.134047	1.7131	0.08878	*
DIM_EMP	-1.78521	0.663144	-2.6920	0.00792	***

Mean dependent var	1.120005	S.D. dependent var	0.607380
Sum squared resid	26.47212	S.E. of regression	0.422925
R-squared	0.620331	Adjusted R-squared	0.515152
F(41, 148)	5.897876	P-value(F)	5.05e-16
Log-likelihood	-82.35979	Akaike criterion	248.7196
Schwarz criterion	385.0946	Hannan-Quinn	303.9631
rho	-0.200901	Durbin-Watson	1.492658

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: $F(37, 148) = 6.37034$

with p-value = $P(F(37, 148) > 6.37034) = 1.46286e-016$

Model 6: Random-effects (GLS), using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: ROE

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	-0.958633	0.91328	-1.0497	0.29525
DIM_CA	2.05332	1.98117	1.0364	0.30137
DIM_CA2	-0.740373	1.05317	-0.7030	0.48295
IND_CA	-1.06776	1.09893	-0.9716	0.33250
IND_CA2	0.831771	1.99139	0.4177	0.67667
CEO	-0.0282529	0.167617	-0.1686	0.86633
Mean dependent var	0.107183	S.D. dependent var	0.820304	
Sum squared resid	121.3201	S.E. of regression	0.809805	
Log-likelihood	-226.9821	Akaike criterion	465.9643	
Schwarz criterion	485.4464	Hannan-Quinn	473.8562	

'Within' variance = 0.59267
 'Between' variance = 0.197331
 theta used for quasi-demeaning = 0.22496

Breusch-Pagan test -
 Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0
 Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 3.12485
 with p-value = 0.0771068

Hausman test -
 Null hypothesis: GLS estimates are consistent
 Asymptotic test statistic: Chi-square(5) = 3.32464
 with p-value = 0.650071

Model 7: Random-effects (GLS), using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: ROE

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	-2.15235	1.28712	-1.6722	0.09623	*
DIM_CA	2.01061	2.09717	0.9587	0.33899	
DIM_CA2	-0.741157	1.12463	-0.6590	0.51073	
IND_CA	-0.239943	1.18211	-0.2030	0.83938	
IND_CA2	-0.241596	2.09371	-0.1154	0.90826	
CEO	-0.02515	0.167707	-0.1500	0.88096	
DIM_EMP	0.223042	0.173966	1.2821	0.20147	
LEVERAGE	0.0328352	0.0198748	1.6521	0.10027	
CRESCIMENTO	-0.0107608	0.18451	-0.0583	0.95356	
EST_FIN	-0.66813	0.368654	-1.8123	0.07161	*
PSI_20	-0.39086	0.227141	-1.7208	0.08702	*

Mean dependent var	0.107183	S.D. dependent var	0.820304
Sum squared resid	118.1652	S.E. of regression	0.810230
Log-likelihood	-224.4790	Akaike criterion	470.9580
Schwarz criterion	506.6752	Hannan-Quinn	485.4265

'Within' variance = 0.562722

'Between' variance = 0.216267

theta used for quasi-demeaning = 0.278615

Breusch-Pagan test -

Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0

Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 3.5472

with p-value = 0.0596459

Hausman test -

Null hypothesis: GLS estimates are consistent

Asymptotic test statistic: Chi-square(9) = 11.6897

with p-value = 0.23137

Model 8: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: ROE
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.107183	0	32339191694	<0.00001	***
			230916.0000		

Mean dependent var	0.107183	S.D. dependent var	0.820304
Sum squared resid	87.80174	S.E. of regression	0.760028
R-squared	0.309615	Adjusted R-squared	0.141560
F(37, 152)	1.842349	P-value(F)	0.005506
Log-likelihood	-196.2638	Akaike criterion	468.5275
Schwarz criterion	591.9144	Hannan-Quinn	518.5098
rho	-0.084350	Durbin-Watson	1.503413

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: $F(37, 152) = 1.84235$

with p-value = $P(F(37, 152) > 1.84235) = 0.00550607$

Model 9: Random-effects (GLS), using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: ROA

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	-0.343943	0.410516	-0.8378	0.40321
DIM_CA	0.738981	0.888202	0.8320	0.40649
DIM_CA2	-0.267534	0.471336	-0.5676	0.57099
IND_CA	-0.28369	0.50617	-0.5605	0.57584
IND_CA2	0.0358748	0.924273	0.0388	0.96908
CEO	-0.0139315	0.0817008	-0.1705	0.86479

Mean dependent var	0.038362	S.D. dependent var	0.391012
Sum squared resid	28.04963	S.E. of regression	0.389384
Log-likelihood	-87.85869	Akaike criterion	187.7174
Schwarz criterion	207.1995	Hannan-Quinn	195.6093

'Within' variance = 0.144129
 'Between' variance = 0.0379463
 theta used for quasi-demeaning = 0.128423

Breusch-Pagan test -
 Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0
 Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 0.576594
 with p-value = 0.447651

Hausman test -
 Null hypothesis: GLS estimates are consistent
 Asymptotic test statistic: Chi-square(5) = 4.9432
 with p-value = 0.422852

Model 10: Random-effects (GLS), using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: ROA

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	-0.993445	0.592958	-1.6754	0.09560	*
DIM_CA	0.764558	0.95825	0.7979	0.42600	
DIM_CA2	-0.250629	0.512839	-0.4887	0.62565	
IND_CA	-0.0187494	0.556082	-0.0337	0.97314	
IND_CA2	-0.263312	0.989171	-0.2662	0.79040	
CEO	-0.00666205	0.0819501	-0.0813	0.93530	
DIM_EMP	0.121476	0.0798324	1.5216	0.12986	
LEVERAGE	0.00396721	0.00949132	0.4180	0.67646	
CRESCIMENTO	-0.0158998	0.0905073	-0.1757	0.86075	
EST_FIN	-0.227847	0.167548	-1.3599	0.17557	
PSI_20	-0.237155	0.105912	-2.2392	0.02638	**

Mean dependent var	0.038362	S.D. dependent var	0.391012
Sum squared resid	27.44748	S.E. of regression	0.390495
Log-likelihood	-85.79709	Akaike criterion	193.5942
Schwarz criterion	229.3114	Hannan-Quinn	208.0627

'Within' variance = 0.133488

'Between' variance = 0.0422615

theta used for quasi-demeaning = 0.205188

Breusch-Pagan test -

Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0

Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 1.02739

with p-value = 0.310772

Hausman test -

Null hypothesis: GLS estimates are consistent

Asymptotic test statistic: Chi-square(9) = 18.0937

with p-value = 0.0341023

Model 11: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: ROA
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	1.59884	1.41963	1.1262	0.26195
DIM_CA	0.923248	1.62075	0.5696	0.56981
DIM_CA2	-0.0124084	0.867505	-0.0143	0.98861
IND_CA	-0.0586893	1.02544	-0.0572	0.95444
IND_CA2	0.250178	1.72698	0.1449	0.88502
CEO	-0.0341663	0.047175	-0.7242	0.47010
DIM_EMP	-0.36973	0.295066	-1.2530	0.21224
LEVERAGE	0.00665051	0.00500776	1.3280	0.18628
CRESCIMENTO	0.0333718	0.0404876	0.8242	0.41117
PSI_20	-0.696844	0.552147	-1.2621	0.20898

Mean dependent var	0.038362	S.D. dependent var	0.391012
Sum squared resid	19.08885	S.E. of regression	0.365361
R-squared	0.339400	Adjusted R-squared	0.126900
F(46, 143)	1.597172	P-value(F)	0.019605
Log-likelihood	-51.29596	Akaike criterion	196.5919
Schwarz criterion	349.2021	Hannan-Quinn	258.4121
rho	-0.165095	Durbin-Watson	1.610020

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: $F(37, 143) = 1.67414$

with $p\text{-value} = P(F(37, 143) > 1.67414) = 0.0171631$

Model 12: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: ROA
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	0.0383625	0	40872706936	<0.00001	***
			948256.0000		
Mean dependent var	0.038362	S.D. dependent var		0.391012	
Sum squared resid	21.49129	S.E. of regression		0.376019	
R-squared	0.256260	Adjusted R-squared		0.075218	
F(37, 152)	1.415474	P-value(F)		0.075671	
Log-likelihood	-62.55755	Akaike criterion		201.1151	
Schwarz criterion	324.5020	Hannan-Quinn		251.0973	
rho	-0.063373	Durbin-Watson		1.370529	

Test for differing group intercepts -
 Null hypothesis: The groups have a common intercept
 Test statistic: $F(37, 152) = 1.41547$
 with p-value = $P(F(37, 152) > 1.41547) = 0.0756707$

Model 13: Random-effects (GLS), using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: EBITDA

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	98.0564	561.808	0.1745	0.86164
DIM_CA	788.322	1304.3	0.6044	0.54632
DIM_CA2	-445.101	734.74	-0.6058	0.54540
IND_CA	-26.3528	465.54	-0.0566	0.95492
IND_CA2	-109.522	758.673	-0.1444	0.88537
CEO	33.6988	44.608	0.7554	0.45095
Mean dependent var	416.4591	S.D. dependent var	781.1521	
Sum squared resid	1.16e+08	S.E. of regression	791.3416	
Log-likelihood	-1535.073	Akaike criterion	3082.147	
Schwarz criterion	3101.629	Hannan-Quinn	3090.039	

'Within' variance = 33669.4
 'Between' variance = 532190
 theta used for quasi-demeaning = 0.887514

Breusch-Pagan test -

Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0

Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 298.025

with p-value = 8.87388e-067

Hausman test -

Null hypothesis: GLS estimates are consistent

Asymptotic test statistic: Chi-square(5) = 11.2921

with p-value = 0.0458873

Model 14: Random-effects (GLS), using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: EBITDA

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	-2717.94	700.176	-3.8818	0.00015	***
DIM_CA	1049.56	1131.91	0.9273	0.35505	
DIM_CA2	-877.854	633.846	-1.3850	0.16779	
IND_CA	-374.15	433.032	-0.8640	0.38873	
IND_CA2	514.223	717.17	0.7170	0.47430	
CEO	17.7936	43.5248	0.4088	0.68316	
DIM_EMP	499.86	101.533	4.9231	<0.00001	***
LEVERAGE	22.7979	5.84929	3.8976	0.00014	***
CRESCIMENTO	-61.5485	47.3481	-1.2999	0.19530	
EST_FIN	615.131	302.419	2.0340	0.04342	**
PSI_20	106.171	84.1276	1.2620	0.20858	

Mean dependent var	416.4591	S.D. dependent var	781.1521
Sum squared resid	40077292	S.E. of regression	471.8598
Log-likelihood	-1434.231	Akaike criterion	2890.463
Schwarz criterion	2926.180	Hannan-Quinn	2904.931

'Within' variance = 30981.1

'Between' variance = 184775

theta used for quasi-demeaning = 0.816877

Breusch-Pagan test -

Null hypothesis: Variance of the unit-specific error = 0

Asymptotic test statistic: Chi-square(1) = 222.587

with p-value = 2.46619e-050

Hausman test -

Null hypothesis: GLS estimates are consistent

Asymptotic test statistic: Chi-square(9) = 20.5524

with p-value = 0.0147931

Model 15: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: EBITDA
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>
const	7.89417	344.238	0.0229	0.98174
DIM_CA	1200.71	1165.64	1.0301	0.30466
DIM_CA2	-786.331	816.397	-0.9632	0.33704
IND_CA	56.3609	124.349	0.4532	0.65104
IND_CA2	-143.125	221.309	-0.6467	0.51882
CEO	44.4275	46.6435	0.9525	0.34241
Mean dependent var	416.4591	S.D. dependent var	781.1521	
Sum squared resid	4949407	S.E. of regression	183.4923	
R-squared	0.957084	Adjusted R-squared	0.944822	
F(42, 147)	78.05449	P-value(F)	1.59e-81	
Log-likelihood	-1235.535	Akaike criterion	2557.070	
Schwarz criterion	2696.692	Hannan-Quinn	2613.629	
rho	0.332095	Durbin-Watson	0.977328	

Test for differing group intercepts -
 Null hypothesis: The groups have a common intercept
 Test statistic: $F(37, 147) = 72.3694$
 with p-value = $P(F(37, 147) > 72.3694) = 4.19033e-077$

Model 16: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: EBITDA
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	-549.62	434.19	-1.2659	0.20762	
DIM_CA	858.254	1046.67	0.8200	0.41359	
DIM_CA2	-627.631	696.916	-0.9006	0.36932	
IND_CA	126.934	173.169	0.7330	0.46475	
IND_CA2	-197.327	266.965	-0.7392	0.46103	
CEO	23.4886	14.6823	1.5998	0.11185	
DIM_EMP	116.393	96.2056	1.2098	0.22834	
LEVERAGE	22.7787	10.7592	2.1171	0.03598	**
CRESCIMENTO	-21.9401	23.1295	-0.9486	0.34444	
PSI_20	31.0157	31.1426	0.9959	0.32097	

Mean dependent var	416.4591	S.D. dependent var	781.1521
Sum squared resid	4430302	S.E. of regression	176.0146
R-squared	0.961585	Adjusted R-squared	0.949228
F(46, 143)	77.81540	P-value(F)	3.66e-81
Log-likelihood	-1225.009	Akaike criterion	2544.018
Schwarz criterion	2696.628	Hannan-Quinn	2605.838
rho	0.092031	Durbin-Watson	1.159233

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: $F(37, 143) = 25.4113$

with p-value = $P(F(37, 143) > 25.4113) = 1.77391e-046$

Model 17: Fixed-effects, using 190 observations
 Included 38 cross-sectional units
 Time-series length = 5
 Dependent variable: EBITDA
 Robust (HAC) standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	416.459	0	36493395617	<0.00001	***
			413328.0000		
Mean dependent var	416.4591	S.D. dependent var		781.1521	
Sum squared resid	5027131	S.E. of regression		181.8605	
R-squared	0.956410	Adjusted R-squared		0.945799	
F(37, 152)	90.13610	P-value(F)		7.20e-86	
Log-likelihood	-1237.015	Akaike criterion		2550.030	
Schwarz criterion	2673.417	Hannan-Quinn		2600.013	
rho	0.367439	Durbin-Watson		0.952618	

Test for differing group intercepts -

Null hypothesis: The groups have a common intercept

Test statistic: $F(37, 152) = 90.1361$

with p-value = $P(F(37, 152) > 90.1361) = 7.20006e-086$