

---

**MESTRADO em CONTABILIDADE E FISCALIDADE  
EMPRESARIAL**

**DISSERTAÇÃO**  
**INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DE**  
***CORPORATE GOVERNANCE* NA PERFORMANCE**  
**DAS EMPRESAS COTADAS NA *EURONEXT***  
***LISBON***

**MARGARIDA CECÍLIA DA SILVA AZENHA MATIAS**

**COIMBRA**

**2016**

---

**MESTRADO em CONTABILIDADE E FISCALIDADE  
EMPRESARIAL**

**DISSERTAÇÃO**  
**INFLUÊNCIA DAS CARACTERÍSTICAS DE**  
***CORPORATE GOVERNANCE* NA PERFORMANCE**  
**DAS EMPRESAS COTADAS NA *EURONEXT***  
***LISBON***

**Margarida Cecília da Silva Azenha Matias**

**N.º Aluno 11087**

**Orientador Académico:**

**Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves**

**COIMBRA, abril de 2016**

*In memoriam*

Frederico Leal Gonsalves

## **Agradecimentos**

Difícil tarefa de expressar, em poucas linhas, a enorme gratidão que temos por aqueles que, de forma direta ou indireta, nos fornecem referenciais para poder realizar trabalhos como este.

Agradeço aqui, de uma forma geral, a todos que comigo trabalharam, ensinaram e permitiram enriquecer e concluir esta tese.

O meu particular e sincero agradecimento à minha orientadora, a Professora Doutora Maria Elisabete Duarte Neves, pela sua total disponibilidade, compreensão, ensinamentos, orientações e conselhos técnicos concedidos, bem como por todas as incansáveis palavras de incentivo até ao último momento, contribuindo de forma decisiva para a conclusão deste trabalho.

À Professora Doutora Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis, pela direção atenta do Mestrado e pelas orientações iniciais transmitidas.

O meu enorme agradecimento à minha amiga Gilda Silva, por todo o apoio, força e insubstituíveis palavras de incentivo, que me permitiram chegar até aqui.

E por fim a minha eterna e especial gratidão aos meus pais, avó, irmã e restantes familiares, que estiveram sempre presentes, manifestando o seu amor e apoio incondicionais.

*"Assim, o mercador ou comerciante, movido apenas pelo seu próprio interesse egoísta (self-interest), é levado por uma mão invisível a promover algo que nunca fez parte do interesse dele: o bem-estar da sociedade."*

*Adam Smith (1723-1790)*

## Resumo

O presente trabalho tem como principal objetivo avaliar a influência de algumas das características de *corporate governance* na performance das empresas cotadas no mercado português no período que decorre entre 2008 e 2014. Para tal, utilizou-se a metodologia quantitativa de natureza exploratória e correlacional com a aplicação de uma base de dados de empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e um conjunto de artigos e obras de elevada índole científica.

Propôs-se como objetivos específicos: observar de que forma a concentração de propriedade influencia a performance das empresas; verificar uma possível associação entre o investimento e a performance das empresas; identificar de que forma o tamanho da empresa pode influenciar a performance das empresas; avaliar de que modo a independência do Conselho de Administração influencia o comportamento da performance das empresas; apurar se sendo o CEO simultaneamente acionista a performance das empresas aumenta.

Depois de testados, os nossos modelos mostram que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o tamanho da empresa e a performance. Considerando a variável investimento desfasada, verifica-se que a sua influência inicial sobre a performance é negativa mas num desfasamento temporal veio-se a comprovar ser positiva, pois os resultados demonstram que apesar de a sua influência inicial ser negativa, no período seguinte é positiva e tende a superar a influência negativa do período anterior. Contrariamente ao esperado, não se verificaram relações estatisticamente significativas entre a concentração de propriedade, a independência do Conselho de Administração e o CEO simultaneamente acionista com a performance das empresas.

Palavras-chave: *corporate governance*; empresas cotadas; performance.

## **Abstract**

This study aims to assess how some corporate governance characteristics influence the performance of the Portuguese listed companies between 2008 and 2014. To achieve this goal, we used a quantitative methodology, exploratory and correlational in nature, applying a Euronext Lisbon listed companies' database and numerous highly scientific articles and works.

The following objectives were proposed: to assess how ownership concentration influences the company performance; to check for a possible link between company investment and performance; to identify how the company size influences the company performance; to assess how the board independence influences the company behaviour; to determine if the CEO as shareholder increases the company performance.

After being tested, our models showed a positive and statistically significant relation between company size and performance. Regarding the lagged variable Investment, we observed a negative influence on the company performance; however, after a time lag it proved to be positive. Our results show that despite investment initially influences performance negatively, its influence is positive and tends to overcome the previous period' negative influence. Contrary to what was expected, there was no statistically significant relationship between ownership concentration, board independence and CEO as shareholder in the company's performance.

Keywords: corporate governance; listed companies; performance.

# ÍNDICE

Resumo .....	VI
Abstract.....	VII
Índice de Tabelas .....	XI
Abreviaturas e Siglas .....	XII
1.Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura.....	5
2.1. Conceito de <i>Corporate Governance</i> e Contexto Económico e Financeiro Atual.....	5
2.1.1. Definição de <i>Corporate Governance</i> .....	7
2.2. Principais Sistemas de <i>Corporate Governance</i> : o Sistema Anglo-saxónico e o Sistema Continental .....	13
2.3. Teorias de <i>Corporate Governance</i> .....	18
2.3.1. Teoria da Agência.....	18
2.3.2. Teoria da Administração ( <i>Stewardship Theory</i> ).....	20
2.3.3. Teoria da Dependência de Recursos ( <i>Resource Dependence Theory</i> ).....	20
2.3.4. Teoria das Partes Interessadas ( <i>Stakeholder Theory</i> ).....	21
2.4. Princípios do <i>Corporate Governance</i> .....	21
2.4.1. Relatório de Cadbury.....	22
2.4.2. Relatório de Hampel.....	23
2.4.3. Relatório da OCDE.....	23
2.4.4. Lei Sarbanes-Oxley .....	24
2.4.5. Relatório de Higgs .....	24
2.5. <i>Corporate Governance</i> no Contexto Mundial .....	25
2.5.1. <i>Corporate Governance</i> no Japão.....	25
2.5.2. <i>Corporate Governance</i> nos E.U.A. e no Reino Unido.....	26
2.5.3. <i>Corporate Governance</i> na Europa Continental .....	26
2.5.4. <i>Corporate Governance</i> em Portugal .....	27

2.5.4.1. Código das Sociedades Comerciais.....	29
2.5.4.2. Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.....	30
2.6. Variáveis de <i>Corporate Governance</i> Relacionadas com a Performance e Hipóteses de Investigação.....	32
2.6.1. Enquadramento .....	32
2.6.2. Concentração de Propriedade e Performance .....	36
2.6.3. Investimento e Performance .....	40
2.6.4. Tamanho da Empresa e Performance.....	42
2.6.5. Independência do Conselho de Administração e Performance .....	43
2.6.6. CEO Simultaneamente Acionista e o Impacto na Performance .....	48
3. Metodologia de Investigação.....	55
3.1. Amostra Estatística e Variáveis.....	55
3.2. Variáveis a Incluir no Modelo .....	55
3.2.1. Modelo Empírico.....	57
4. Resultados.....	63
5. Conclusões .....	69
6. Referências Bibliográficas.....	71
ANEXO I.....	86
MODELO 1 – EFEITOS FIXOS ESTÁTICO .....	86
ANEXO II .....	87
MODELO 2 – EFEITOS FIXOS DINÂMICO .....	87
ANEXO III .....	88
TESTES DIAGNÓSTICOS – MODELO DE EFEITOS FIXOS ESTÁTICO.....	88
ANEXO IV .....	89
TESTES DIAGNÓSTICOS – MODELO DE EFEITOS FIXOS DINÂMICO.....	89

## ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: Estrutura de *Corporate Governance* no Sistema Anglo-Saxónico.....26

Figura 2: Estrutura de *Corporate Governance* no Sistema Continental.....27

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Características dos Sistemas de <i>Corporate Governance</i> .....	18
Tabela 2 – Quadro-síntese dos estudos dos autores sobre as relações entre as variáveis de <i>corporate governance</i> e a performance .....	51
Tabela 3 – Estatística Descritiva dos Resultados da Variável Dependente $ROA_{it}$ .....	63
Tabela 4 – Estatísticas Descritivas dos Resultados das Variáveis Independentes .....	63
Tabela 5 - CEO Simultaneamente Acionista .....	64
Tabela 6 - Independência do Conselho de Administração .....	64
Tabela 7 - Comparação dos Resultados dos Três Modelos .....	64
Tabela 8 – Resultados do Modelo de Efeitos Fixos Final .....	66

## Abreviaturas e Siglas

BCCI	<i>Bank of Credit and Commerce International</i>
BOARD	Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CEPS	<i>Centre for European Policy Studies</i>
CMVM	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
E.U.A.	Estados Unidos da América
GLS	<i>General Ordinary Least Squares</i>
GRETl	<i>Gnu Regression, Econometric and Time-series Library</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
LSDV	<i>Least Square Dummy Variables</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OLS	<i>Ordinary Least Squares</i>
OWN	Concentração de propriedade ( <i>ownership</i> )
ROA	<i>Return on Assets</i> (Rendibilidade do ativo)
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibérico
SIZE	Tamanho da empresa
SOX	<i>Lei Sarbanes-Oxley</i>
UE	União Europeia

# 1. Introdução

A discussão acerca da temática do *corporate governance* teve origem no século passado, tendo vindo a ter a partir daí uma relevância nas economias e uma presença nos debates empresariais, sobretudo, após se terem verificado importantes falências quer nos E.U.A., quer em alguns países europeus. A necessidade de alinhamento entre os interesses dos diversos agentes e o seu impacto no plano financeiro tem sido de uma preocupação constante pela quebra de confiança dos agentes económicos.

Para Saito & Silveira (2008), a necessidade de alinhar os objetivos das empresas em função do conflito, entre os tomadores de decisão e os fornecedores de capital é uma característica marcante nas atuais empresas. Não obstante, estes conflitos de interesses de propriedade têm sido sempre foco de discussões na temática do *corporate governance*.<sup>1</sup>

Foi com a ocorrência de escândalos financeiros em empresas como a Enron, a WorldCom, a Vivendi e a Parmalat e o papel dos seus gestores que se começou a prestar mais atenção ao tema do *corporate governance*, pois a confiança e a credibilidade da gestão das empresas foram postas em causa. Houve assim uma necessidade de aumentar a transparência e de separar os poderes de quem administra e de quem controla. Neste contexto, a teoria de agência permite analisar os conflitos de interesse entre quem investe o capital e o gere. Assim, a evolução do mercado financeiro e as crises financeiras<sup>2</sup> conduziram a que o *corporate governance* fosse cada vez mais objeto de estudos e debates, nomeadamente sobre a influência das características dos conselhos de administração na performance das empresas.

---

<sup>1</sup>Adam Smith (com a publicação em 1776 do seu livro “*The Wealth of Nations*”) preocupava-se com a forma de constituição de empresas, criticando as diversas pessoas que colocavam as suas economias para serem administradas por terceiros, tendo sido o trabalho de Berle e Means (com a publicação em 1932 do livro “*The Modern Corporation and Private Property*”), que trata da separação entre propriedade e controlo, considerado o marco inicial do *corporate governance*. O estudo de Jensen e Meckling (1976) contribuiu para o desenvolvimento dos estudos sobre *corporate governance*, passando a ser visto como um conjunto de mecanismos internos e externos, de incentivo e controlo, com o objetivo de minimizar os custos decorrentes dos conflitos de agência.

<sup>2</sup> Destaca-se a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX) decorrente dos inúmeros escândalos empresariais ocorridos em empresas norte-americanas (Bech *et al.*, 2002).

A divulgação das práticas do Conselho de Administração, a sua transparência, composição, dimensão e percentual de independência bem como a participação do diretor executivo no Conselho têm sido alvo de maior análise (Yermarck, 1996; Bhagat & Black, 1999; Anderson, Mansi, & Reeb, 2004; Adams, Hermanlin & Weibach, 2010)

A independência do Conselho de Administração é uma das características fundamentais para o desenvolvimento de um bom sistema de *corporate governance* de acordo com Jensen (1993) e Agrawal & Knoeber (1996). Ahmed & Duellman (2007); Francis & Martin (2010); LaFond & Roychowdhury (2008); Gillan, Hartzell & Parrino (2009); Hermalin & Weisbach (2003); Adams, Hermalin & Weisbach (2010); Gillan (2006); Bushman & Smith (2001); Armstrong, Guay & Weber (2010) foram alguns dos autores que também debateram a importância da independência do Conselho de Administração.

Para Silveira (2002), o Conselho de Administração representa um papel fundamental na condução das práticas do *corporate governance*, sendo considerado o principal instrumento interno para reduzir os custos de agência entre acionistas e gestores, tal como também entre acionistas controladores e minoritários. Há vários estudos acerca do Conselho de Administração que procuram comprovar que quanto maior for o seu nível de independência, mais alinhadas estarão as decisões do conselho com os interesses dos acionistas, tal como referido por Coles, Daniel & Naveen (2008). Silveira (2002) sustenta ainda que a maior parte dos estudos acerca deste tema procura avaliar individualmente a influência de mecanismos específicos de *corporate governance* (estrutura de propriedade, tamanho do conselho, estrutura de capital, etc.) em relação às variáveis de desempenho (indicadores contabilísticos de rentabilidade, valor de mercado das empresas, etc.).<sup>3</sup>

Em Portugal, a visibilidade da temática é também significativa e envolve investidores, entidades reguladoras e a própria sociedade civil, tendo a publicação do Livro Branco<sup>4</sup> (2006) sobre o *corporate governance* contribuído fortemente para o debate acerca destas matérias.

---

<sup>3</sup> Estudo realizado por Kappel, R *et al.*, (2015).

<sup>4</sup>As recomendações emitidas visaram abranger as diversas vertentes dos mecanismos de gestão, controlo e fiscalização, não se tendo tomado como restrição, nem a legislação vigente, nem a eventual existência de recomendação da CMVM sobre o assunto.

Ao longo das últimas décadas, muito se tem investigado e discutido sobre o *corporate governance*, dando origem a vários artigos que refletem relação existente entre as diferentes partes interessadas das empresas e, especialmente, entre os acionistas e os gestores. Desta forma vieram a ser criados vários códigos com o intuito de adaptar as estruturas de *corporate governance*, bem como na redução dos problemas de agência gerados dentro das organizações. Em Portugal destacam-se as Diretrizes Comunitárias, os regulamentos da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)<sup>5</sup> e o Código das Sociedades Comerciais.

Perante o exposto, o objetivo definido passa por estudar a relação existente entre algumas das características de *corporate governance*, o modo de funcionamento dos Conselhos de Administração e a performance económica das empresas entre os anos 2008-2014, de acordo com as recomendações da CMVM e da OCDE. Também se torna crucial analisar o impacto que os diversos mecanismos de controlo interno exercem na performance e no valor das empresas, considerando as dimensões do problema em empresas cotadas em bolsa, neste período de grandes pressões causadas pela crise económica, a nível mundial.

Os nossos resultados mostram que em Portugal, identificada a relevância dos problemas de agência na análise, existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o tamanho da empresa e a performance. Considerando a variável investimento desfasada, verifica-se que a sua influência inicial sobre a performance é negativa mas num desfasamento temporal veio-se a comprovar ser positiva, pois os resultados demonstram que apesar de a sua influência inicial ser negativa, no período seguinte é positiva e tende a superar a influência negativa do período anterior. Quanto às variáveis concentração de propriedade, independência do Conselho de Administração e CEO simultaneamente acionista não se verificaram relações estatisticamente significativas.

A estrutura do trabalho está organizada em cinco secções, incluindo a introdução na secção 1. Na secção 2 apresentam-se a contextualização teórica e a revisão de literatura relacionadas com a influência das características de *corporate governance* na performance das empresas e as subseqüentes hipóteses de investigação. Na secção 3 é

---

<sup>5</sup> A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), criada pelo Decreto-Lei n.º 142-A/91, de 10 de abril, é a autoridade a quem compete regular e supervisionar o funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a atividade de todas as entidades que intervêm nesses mercados.

efetuada uma descrição da amostra, destacando a metodologia que possibilitou o desenvolvimento do estudo, nomeadamente, as variáveis utilizadas e o modelo estatístico. Por conseguinte, a secção 4 destina-se à apresentação e análise dos dados da pesquisa e dos respetivos resultados obtidos. Por último, na secção 5 são evidenciadas as conclusões retiradas do estudo e as recomendações para futuros trabalhos.

## 2. Revisão da Literatura

### 2.1. Conceito de *Corporate Governance* e Contexto Económico e Financeiro Atual

Neste ponto é descrito o conceito de *corporate governance* bem como o seu contexto económico e financeiro atual. Por uma questão de uniformização<sup>6</sup>, o termo “*corporate governance*” será privilegiado no presente estudo, em vez do termo “governo das sociedades”.

A definição de *corporate governance* teve origem em finais do século XX e princípios do século XXI, tratando-se, portanto, de um conceito bastante recente. Existem, assim, várias definições deste conceito, embora tenham em comum a necessidade de alinhamento entre gestores e acionistas. Salienta-se que o conceito mais utilizado no mundo é o da OCDE, ou seja, “*a corporate governance é o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A sua estrutura específica, a distribuição de 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*” (OCDE, 1999: 3-42).

Existem vários modelos de *corporate governance* a nível mundial pois a maioria das empresas opera em diferentes contextos empresariais. Segundo Duarte (2007), os sistemas de *corporate governance*, que alteram de país para país, são uma condicionante nas decisões de internacionalização que deve ser tida em conta pelas empresas. Considera-se que existem dois sistemas de *corporate governance*: o sistema anglo-saxónico, também designado por sistema de controlo externo, típico dos países anglo-saxónicos, baseado no conceito de capitalismo de mercado, e o sistema continental (ou sistema de controlo interno) adotado na Alemanha e nos países latinos.

---

<sup>6</sup> A expressão “governo das sociedades” é a tradução proposta pela CMVM (1999) segundo Silva *et. al.* (2006). Muitos autores também designam por “governo da empresa” e “governança corporativa”.

Segundo Santos (2009), o *corporate governance* surge como um mecanismo de proteção dos direitos dos acionistas, sendo basilar para que a empresa crie riqueza e valor para todos os grupos, acionistas, administradores e gestores.

A temática do *corporate governance* teve a sua génese na discussão da relação entre a propriedade e o controlo das empresas, sendo alvo de estudo ao longo do tempo por autores como Shleifer & Vishny (1997). Nos finais dos anos oitenta e noventa, o *corporate governance* sofreu um importante impulso devido à crise na Ásia e a uma série de escândalos financeiros ocorridos nos E.U.A.<sup>7</sup> e na U.E.<sup>8</sup> e, recentemente, à crise mundial, passando do âmbito académico para o âmbito institucional e empresarial. Esse impulso suscitou um conjunto de medidas de política e de tomadas de posição por parte de áreas governamentais na procura pela otimização entre as estruturas de gestão das empresas e a sua maximização de valor, assumindo-se que os gestores profissionais têm como principal responsabilidade acrescentar valor para o acionista.

Rappaport (1998) refere que a criação de valor para o acionista é considerada como o padrão global para medir a performance das empresas. É neste âmbito que se inserem quer os variados relatórios de grupos de peritos, tais como os relatórios de Cadbury, de Greenberry e de Hampel (Reino Unido); o relatório de Vienot (França) e os relatórios das comissões especificamente criadas para o efeito na Alemanha, Espanha, Holanda ou Itália, quer também a emissão de recomendações sobre o *corporate governance* por parte de organismos internacionais (OCDE) e de agências de supervisão dos mercados de valores mobiliários, como é o caso da Bélgica, Grécia e Portugal<sup>9</sup>. Estas recomendações, em geral, visam a adoção de mecanismos que permitam uma maior proteção dos interesses dos investidores face ao poder arbitrário de que gozam os

---

<sup>7</sup> A discussão científica teve verdadeiro início nos E.U.A. em 1932 com a publicação do artigo de Adolph A. Berle e Gardiner C. Means, denominado “*The Modern Corporation and Private Property*” decorrente da crise de 1929, sendo referência para o desenvolvimento da teoria económica, jurídica e políticas tomadas pelo governo dos E.U.A., nomeadamente o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934 mas as intervenções vieram após escândalos como da Enron, WorldCom, Vivendi e Parmalat.

<sup>8</sup> Na Europa a discussão sobre as questões do *corporate governance* teve origem no Reino Unido em 1992, após os escândalos britânicos da BCCI, Mirror Group, com a publicação do Relatório de Cadbury.

<sup>9</sup> Em Portugal, a preocupação com o *corporate governance* surgiu em 1999, com a aprovação da CMVM de 17 Recomendações relativas às regras de conduta no *corporate governance* das empresas admitidas à negociação.

gestores no quadro de sociedades com o capital disperso<sup>10</sup>, facilitando e tornando mais efetivo o controlo pelo mercado dos órgãos de administração das empresas. Tais recomendações estabelecem fortes exigências de informação e recomendam a adoção de estruturas organizativas mais transparentes e fiscalizáveis, além de também recomendarem a adoção de mecanismos de remuneração dos gestores, induzindo um alinhamento mais rigoroso dos seus interesses com os acionistas. No entanto, estas medidas não ponderam, aparentemente, os efeitos ao nível da performance das sociedades. Não existe um modelo obrigatório em Portugal; no entanto, o modelo mais comumente utilizado pelas empresas cotadas na *Euronext Lisbon* é o anglo-saxónico (Tierno, 2014).

### **2.1.1. Definição de *Corporate Governance***

O conceito de *corporate governance* tem vindo a ser objeto de várias definições com o decorrer do tempo, sendo que não se encontra bem definido pelo facto de abarcar um vasto número de fenómenos económicos distintos; não obstante, todos sublinham a necessidade de alinhamento entre gestores e acionistas. Este alinhamento deve envolver o conjunto de mecanismos através dos quais se materializa a gestão e o controlo das sociedades de capital aberto, onde se incluem instrumentos que permitem avaliar e responsabilizar os administradores da sociedade pela sua gestão e performance. A definição tradicional é que o *corporate governance* é a matéria de proteção dos interesses dos acionistas (Tirole, 2001) e assenta na questão da separação entre a gestão e o controlo (Berle & Means, 1932).

De acordo com Fernandes (2014), a principal divergência assenta no facto de saber se os objetivos da empresa devem contemplar somente os interesses dos acionistas ou se os interesses das demais partes interessadas<sup>11</sup> também devem ser prosseguidos pelos gestores, ou seja, saber qual o interesse a gerir: o dos acionistas ou o das partes interessadas. Fernandes (2014), citando (Lane, 2003) refere no seu estudo que existem duas abordagens de *corporate governance*. A primeira abordagem, que analisa a relação entre os financiadores das empresas (acionistas – principais) e os gestores (agentes), tem

---

<sup>10</sup> Quer a nível estratégico, quer a nível operacional, as empresas com o capital totalmente disperso são geridas por um corpo restrito de administradores executivos e diretores que podem ou não ser detentores de qualquer ação da empresa, havendo total separação entre a propriedade e a gestão.

<sup>11</sup> “Agentes económicos com interesses legítimos na empresa.”, Fernandes (2014).

por objetivo primordial de *corporate governance* garantir o máximo retorno para os investidores. A segunda abordagem encontra-se na ótica das partes interessadas pois centra-se em toda a rede de relações formais e informais, estabelece como o controlo é praticado dentro das empresas e como os riscos e benefícios são repartidos entre as várias partes interessadas. Esta abordagem tem como princípio ressaltar os interesses de um vasto grupo de participantes, em vez de proteger somente os interesses dos acionistas.

O tema do *corporate governance* tem sido ainda o foco do mercado e das instituições, uma vez que o impacto das suas boas práticas é positivo e ajuda os mercados financeiros a alcançar estabilidade e crescimento económico. O controlo do negócio é o cerne do *corporate governance*, pois torna-se crucial para todas as organizações, independentemente do seu tamanho ou estrutura, e define a forma de operação e atuação da organização, tanto a nível interno como no mercado em geral, sendo uma vertente da sua performance. Citando Luís Todo Bom (2005), os modelos de definição do *corporate governance* devem dar resposta, particularmente, às seguintes questões:<sup>12</sup>

- “*Como é que as empresas devem ser governadas?*”
- “*Quem detém o poder de governo das empresas?*”
- “*Quais são os mecanismos de atribuição do poder, de controlo e de responsabilidades dentro das empresas?*”
- “*Como é que o poder da empresa deve lidar com todas as partes interessadas?*”
- “*Como é que o poder da empresa fixa o âmbito das responsabilidades morais da empresa?*”

As questões de propriedade e controlo foram abordadas inicialmente por Berle & Means (1932) na pesquisa *The Modern Corporation and Private Property* num cenário de transformação de pequenas empresas privadas e familiares, na qual a propriedade era

---

<sup>12</sup> Luís Todo Bom (2005), *Uma Aproximação Sistemática do Governo das Empresas: Conceitos, Recomendações, Processos*. Artigo publicado originalmente na Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, editada pelo INDEG/ISCTE, em parceria com a Fundação Getúlio Vargas (Brasil).

tida como individual e em grandes organizações, do tipo sociedade anónima, cuja propriedade é plural, dispersa e total ou parcialmente isenta do controlo.

Quando existe separação na relação entre acionistas e agentes administradores ou estes possuem poderes para tomar decisões em nome dos acionistas, há uma possibilidade para a ocorrência de problemas de agência, podendo surgir conflitos na separação entre propriedade e controlo devido a fatores como os interesses e os objetivos de gestores e proprietários. Surge, assim, o *corporate governance* para evitar conflitos de interesse. Por sua vez, o comité de Cadbury, considera que a estrutura do *corporate governance* especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades, ao longo dos diferentes participantes na empresa, o Conselho de Administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes, ditando as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais (Relatório de Cadbury, 1992). Esta tomada de decisões é orientada por mecanismos que permitem compreender se as sociedades são ou não bem governadas. Paralelamente, as boas práticas de *corporate governance* têm como objetivo reduzir a assimetria de informação entre a empresa e as partes interessadas.

A OCDE apresenta uma definição funcional: “*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 os 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*”. Segundo a OCDE, o “*corporate governance consiste numa estrutura das relações e correspondentes responsabilidades entre um grupo nuclear composto por acionistas, membros do Conselho de Administração e gestores que está concebido para promover, da melhor forma, o desempenho competitivo necessário para alcançar os principais objetivos da empresa*” (Relatório da OCDE, 1998). Esta estrutura fornece uma arquitetura de responsabilização, assegurando que as empresas são geridas de acordo com os interesses dos proprietários (Relatório de Higgs, 2002).

Para a CMVM (2005), o “*corporate governance é caracterizado por um sistema de regras e condutas respeitante ao exercício da direção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercados devidamente regulamentados.*”

Para Santos (2009), o *corporate governance* é um sistema através do qual é possível controlar e gerir as empresas estabelecendo, assim, uma relação mais equilibrada entre a gestão, a administração e acionistas. Para este autor - e atendendo ao contexto atual de globalização e à situação dos mercados financeiros - existe um afastamento crescente entre quem está no controlo da organização e quem é o seu proprietário. Estas preocupações centram-se na responsabilidade de quem controla as organizações relativamente a quem tem interesse financeiro no sucesso das mesmas. Portanto, este conhecimento aumentou a consciencialização para a importância das estruturas da organização, bem como para a relevância do desenvolvimento, adaptação e aperfeiçoamento de questões características dos modelos de *corporate governance*.

Segundo o Relatório de Cadbury, um dos principais contributos na esfera empresarial é “*alinhar os interesses dos indivíduos, das corporações e da sociedade*”. Este relatório integra as questões fundamentais para o *corporate governance*, ou seja, os aspetos relacionados com a estrutura dos órgãos de administração e comissões, a separação das funções de presidente do Conselho de Administração e de presidente da comissão executiva, a responsabilidade, a independência e remuneração dos administradores não executivos, bem como do papel dos auditores externos e direitos e deveres dos acionistas<sup>13</sup>.

Perante o exposto, pode-se referir que o tratamento justo de todos os acionistas, a transparência das operações e a exigência de responsabilidades ao Conselho de Administração são constituintes dos objetivos do *corporate governance*.<sup>14</sup>

De acordo com Crowther & Seifi (2011), o modelo de *corporate governance* pode ser considerado um modelo que permite um ambiente de confiança ética e moral.

---

<sup>13</sup> O Relatório de Cadbury foi publicado pela *London Stock Exchange*, desencadeando a elaboração de códigos de boas práticas por toda a Europa.

<sup>14</sup> Outros autores consideram que o *corporate governance* é a forma como os auditores e os gestores tratam as suas responsabilidades para com os acionistas da empresa (La Porta *et al.*, 1999).

Tal só se verifica caso exista uma coordenação de esforços entre todas as partes envolvidas. Os mesmos autores referem que, na prática, existem quatro princípios fundamentais para um bom modelo de *corporate governance* e que são:

- Transparência - o modelo de *corporate governance* deve ser claro para todos os colaboradores da empresa bem como os procedimentos que ocorrem nela;
- Prestação de contas - as estruturas de informação financeira e não financeira devem ser claras para todos;
- Responsabilidade - há um responsável pela estrutura da empresa e por todas as ações nela desenvolvidas;
- Justiça - os sistemas devem funcionar de forma imparcial e sem prejuízo.

Os princípios supracitados são de relevante importância para uma empresa, visto que estão associados à sua responsabilidade corporativa e social. Os procedimentos do modelo de *corporate governance* determinam todos os aspetos relevantes para gerir a empresa de forma eficaz e procuram manter o equilíbrio através de mecanismos de controlo, com o intuito de aumentar o valor para os acionistas e satisfazer todas as partes interessadas. No entanto, das várias definições de *corporate governance*, aquela que mais se aproxima à sua génese é a que o identifica como um conjunto de restrições e limitações aplicados pelos acionistas sobre os gestores ou pelos gestores sobre si próprios com o intuito de diminuir a má aplicação de recursos e motivar os acionistas (Silveira, 2002). Portanto, o *corporate governance* pode ser visto como um conjunto de práticas que têm como objetivo reduzir os conflitos entre gestores e acionistas (Almeida & Ness Jr, 2002).

Os autores Jensen & Meckling (1976); Demsetz & Lehn (1985); Morck, Shleifer & Vishny (1988); Cho (1998); Okimura (2003); Klapper & Love (2004) e Ehiokoya (2009) avaliaram o impacto da estrutura de propriedade no valor das empresas. Os seus resultados concluíram que a estrutura de propriedade e de controlo afeta a performance.

Lameira, Ness Jr & Macedo-Soares (2007), nos seus estudos analisaram a melhoria das práticas de *corporate governance* e concluíram que o seu impacto no valor das empresas cotadas na bolsa era positivo. Para Carvalho (2003), o compromisso com a melhoria das práticas das empresas exerce impacto na valorização das ações. Já nos estudos de Silveira (2004), Silva & Leal (2005), Firth, Fung & Rui (2006), Bhagat & Bolton (2008) não se verificou uma relação positiva ou não estatisticamente

significativa entre os mecanismos de *corporate governance* e a performance. Os estudos de Saito & Silveira (2008) corroboram os estudos anteriores, uma vez que não se conclui a existência de relações positivas entre o *corporate governance* e a performance.

De acordo com Campos (2015), a literatura compreende já um vasto conjunto de estudos que se debruçaram sobre a relação entre *corporate governance*, valor e desempenho das empresas (Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Klapper & Love, 2004; Durnev & Kim, 2006; Black, Jang & Kim, 2006), entre muitos outros.

A literatura levanta muitas dúvidas sobre a eficácia de alguns mecanismos de controlo do mercado do *corporate governance* e de defesa dos investidores. Há dados empíricos que legitimam a suspeita de que algumas das medidas preconizadas por muitos dos poderes públicos são contrárias à performance das sociedades que as adotam (He & Wang, 2009) ou inconclusivas quer pelas limitações que decorrem da metodologia utilizada, quer pela forma como mensuram o *corporate governance*. Por outro lado, existem inúmeros estudos e dados empíricos que mostram que determinados mecanismos de *corporate governance* desempenham um papel primordial na melhoria da performance das empresas, em particular, simplificando o seu acesso aos mercados de capitais, levando ao aumento da confiança dos investidores e da competitividade, apontando para a existência de uma relação positiva entre *corporate governance* e performance.

A aplicação de princípios de *corporate governance*, sendo esta uma preocupação tanto para os gestores das empresas cotadas na bolsa como para as autoridades, assegura o aumento da transparência das empresas. Citando Pintea & Fulop (2015), verifica-se que muitos estudos empíricos utilizam uma variável ou mecanismo de governo único para investigar a relação entre a performance das empresas (Yermack (1996); Bhagat e Black (2002)). No entanto, devido ao facto de o *corporate governance* ser um fenómeno complexo, outros autores (Gompers *et al* (2003); Brown & Caylor (2006)) consideraram que o *corporate governance* deve ser medido utilizando um Índice de *Corporate Governance* (CGI - uma variável multidimensional). Segundo os autores, as empresas para sobreviver no mercado global, aumentar o seu desempenho e para se tornarem mais competitivas e rentáveis, atrair investidores, clientes e mobilizar capitais ao mais baixo

preço, devem implementar princípios e normas de *corporate governance* na sua estratégia e processo de tomada de decisões (Todorović, 2013).

A vasta literatura que testa a relação entre os diferentes mecanismos de *corporate governance* e a performance das empresas evidencia que o *corporate governance* é um fator que melhora a performance. Os estudos realizados utilizam variáveis diferentes para avaliar o *corporate governance*, como a dualidade do CEO, a dimensão do Conselho de Administração, a proporção de administradores não executivos, estrutura de propriedade e concentração, incentivos e regimes de compensação dos gestores, enquanto para a performance as medidas utilizadas são o Q de Tobin, a rentabilidade dos capitais próprios (ROE), a rentabilidade dos ativos (ROA), entre outros. A importância da implementação do *corporate governance* é essencial para atrair investidores importantes, existindo uma ligação entre a performance e eficiência das empresas e o modelo de *corporate governance* aplicado. Os investidores concederam ainda uma grande importância aos sistemas de *corporate governance* implementados nas empresas e estão dispostos a pagar mais para obter bons resultados neste domínio.

## **2.2. Principais Sistemas de *Corporate Governance*: o Sistema Anglo-saxónico e o Sistema Continental**

Por forma a evitar que os executivos atuem na prossecução dos seus próprios interesses, em detrimento dos interesses dos acionistas, é imprescindível encontrar mecanismos de *corporate governance* que minimizem os custos de agência, atuando em simultâneo com mecanismos<sup>15</sup> de índole contratual que conduzam a uma eficiente afetação de recursos (Fernandes, 2014).

Segundo Batista (2009), existem vários modelos de *corporate governance*. Os modelos principais baseiam-se no sistema anglo-saxónico<sup>16</sup>, característico do Reino Unido, dos E.U.A. e dos países de influência anglo-saxónica, e no sistema continental<sup>17</sup>, que adota as características dos países latinos, Japão e Alemanha. As principais

---

<sup>15</sup> Os mecanismos de *corporate governance*, ainda que diversos e de relevância distinta, consoante o sistema de *corporate governance* em que se inserem, são classificados em internos (Conselho de Administração, estrutura da propriedade e sistema remuneratório) e externos (controlo pelo mercado de capitais e o ambiente legal), segundo Fernandes (2014).

<sup>16</sup> Também designado por sistema de controlo externo (*Outsider System*).

<sup>17</sup> Também designado por sistema de controlo interno (*Insider System*).

diferenças entre os dois modelos residem na estrutura de propriedade, controlo, relevância do mercado de capitais, Conselho de Administração e o papel dos acionistas maioritários, minoritários e gestores - aspetos diretamente relacionados com a problemática da Teoria de Agência.

O modelo anglo-saxónico tem como base o conceito de capitalismo de mercado, desenvolvendo-se através da crença do autointeresse e de que os mercados descentralizados podem funcionar de forma balanceada como autorregulador. Este modelo é muito orientado para o lucro e sucesso, sendo as suas principais características a dispersão do capital e a delegação das responsabilidades de gestão. Assim, este modelo permite fazer um controlo através de acordos entre os acionistas (Becht & Mayer, 2001).

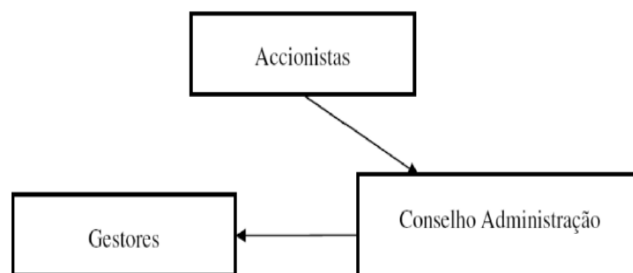
O bom funcionamento do modelo anglo-saxónico depende da capacidade de proteção dos acionistas individuais através de uma boa regulamentação sobre a informação e o *inside trading*<sup>18</sup>.

Este é um modelo de *One Tier* com um único órgão principal - o Conselho de Administração, constituído pelos administradores independentes não executivos, que não se alinham nos interesses dos acionistas maioritários, alinhando-se sim segundo o comum interesse de todos os acionistas (Coombes & Watson, 2001).

Citando Fernandes (2014), “*a função fiscalizadora é exercida no seio do próprio órgão de administração, por alguns dos seus membros que, não exercendo funções executivas e por força de qualificações e atribuições particulares que lhe são exigidas, se encontram em posição de destaque para o efeito. Assim, o Conselho de Administração é tipicamente integrado por dois tipos de administradores: administradores internos (insiders) e administradores externos (outsiders)*”. A Figura 1 pretende ilustrar a estrutura tipo dos órgãos de *corporate governance* no sistema anglo-saxónico.

---

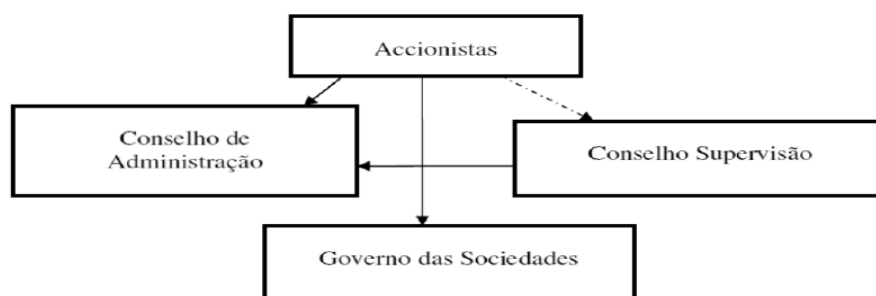
<sup>18</sup>A expressão *inside trading* designa as transações realizadas com base em informação privilegiada (*inside information*) por indivíduos que tenham acesso a informação confidencial, ou não disponibilizada ao público em geral (*insiders*), servindo-se disso para obterem ganhos nos mercados de valores mobiliários). Por distorcer as regras de mercado, este tipo de práticas são proibidas pelas entidades reguladoras dos mercados de valores mobiliários (no caso português a CMVM).



**Figura 1: Estrutura de *Corporate Governance* no Sistema Anglo-Saxónico**

**Fonte: Batista (2009, p. 5)**

No que diz respeito ao modelo continental, este foi adotado pela Alemanha e pelos países latinos e desenvolve-se com base na conceção da empresa na perspetiva do acionista, privilegiando a ação dos acionistas mais importantes como fundamental, na estratégia e tomada de decisão. Assim, este é um modelo de *Double Tier*: Conselho de Administração Executivo e o Conselho Geral de Supervisão<sup>19</sup>, sendo o primeiro responsável pela gestão da empresa, enquanto o segundo está encarregue da fiscalização e controlo, da nomeação e demissão dos administradores executivos, sendo os acionistas responsáveis pela eleição dos seus membros. Dada esta estrutura, o modelo de *Double-Tier* permite várias vias para lidar com os problemas de agência entre gestor-acionistas. A Figura 2 que a seguir se apresenta procura ilustrar a estrutura-tipo dos órgãos de *corporate governance* no sistema continental.



**Figura 2: Estrutura de *Corporate Governance* no Sistema Continental**

**Fonte: Batista (2009, p. 6)**

<sup>19</sup> Constituído por membros não executivos, totalmente independentes do órgão de gestão.

Assim, estes dois modelos<sup>20</sup> influenciam a forma como a gestão é feita, sendo que os modelos se aplicam com base nas características existentes onde as empresas se encontram. Nos países anglo-saxónicos, uma maioria dos acionistas não tem um grande poder em nenhuma empresa, em virtude da baixa concentração acionista, o que dá espaço à gestão para decidir as melhores estratégias. Neste modelo, a gestão toma decisões de acordo com os seus interesses, podendo dar origem a problemas de agência, nomeadamente no que se refere aos investimentos, já que os gestores preferem apostar no sobre-investimento, o qual aumenta o seu poder mas pode diminuir os lucros dos acionistas<sup>21</sup> porque os gestores investem, mesmo que as perspetivas de lucro sejam reduzidas.

De acordo com Jensen (1986), os gestores tendem a investir em projetos que não se apresentam vantajosos para a empresa, isto é, que não se traduzam na criação de valor para a organização e, conseqüentemente, para os acionistas, como forma de aumentar o montante do capital sobre a sua gestão. Deste modo, cimentam a sua posição na empresa e retiram benefícios pessoais desse investimento, entrando em conflito com os acionistas. O autor sustenta que o cerne de toda esta questão passa por motivar os gestores a distribuir os fluxos de caixa livres como dividendos em vez de os investir em projetos com uma taxa de retorno menor que a do custo de capital ou de oportunidade. Jensen afirma ainda que os gestores têm interesse em deixar as empresas crescer para além do nível ótimo e aconselhado. Deste modo, o seu poder é aumentado devido ao aumento dos recursos sobre o poder destes. Amihud & Lev (1981) explicitam que isto acontece devido à diferença entre as “carteiras de investimento” de acionistas e de gestores. Enquanto o acionista, teoricamente, possui uma carteira diversificada, minimizando assim o risco a que está sujeito, o gestor detém um grande investimento em capital humano que não é diversificável.

---

<sup>20</sup> No modelo continental ou estrutura dualista, o presidente do Conselho Geral e de Supervisão é normalmente designado por *Chairman*, e o presidente do Conselho de Administração Executivo, por *Chief Executive Officer* (CEO). No caso do modelo anglo-saxónico ou estrutura monista, o presidente do Conselho de Administração é denominado por *Chairman* e o presidente da Comissão Executiva por CEO, podendo ou não haver uma separação de papéis.

<sup>21</sup> De acordo com Brealey e Myers (1998), Modigliani e Miller o endividamento aumenta a taxa de rendibilidade esperada dos investimentos dos acionistas mas também amplia o risco das ações da empresa, e demonstraram que o aumento do risco é exatamente compensado pelo aumento da rendibilidade esperada. Além de concluírem pela irrelevância das decisões de financiamento, os autores mostraram que o custo de capital próprio de uma empresa é diretamente proporcional ao seu nível de endividamento. Ou seja, quanto mais endividada é uma empresa, maior tende a ser o custo de capital próprio, na medida em que os acionistas dessa empresa passam a suportar um maior nível de risco sobre o investimento que nela fizeram.

Em contrapartida, nos modelos continentais, uma parte reduzida dos acionistas possui uma grande percentagem de ações das empresas e faz uso deste poder para influenciar as decisões estratégicas, permitindo que os gestores se sintam pressionados a apresentar resultados positivos para todos (Jensen, 1986).

Claessens & Fan (2002) defendem que numa empresa de capital aberto, onde existe um acionista, ou até mesmo um grupo de acionistas com os interesses alinhados, que representa uma grande percentagem de direitos de voto, isto é, o acionista é controlador ou maioritário, tende a existir aquilo que se denomina de *expropriation effect*. Sucintamente, este acionista tem um poder de decisão bastante grande face aos restantes, podendo deste modo agir e tomar decisões que o beneficiem a si sem pensar nas repercussões que essa decisão terá na generalidade dos acionistas, bem como “expropria” os recursos dos restantes acionistas para o seu próprio benefício, sendo que o custo e o risco desta decisão são partilhados por todos.

Segundo o estudo efetuado por Maug (1998) sobre a liquidez dos países que adotam o modelo anglo-saxónico, destaca-se o desempenho e a importância do *corporate governance* na empresa. O autor refere que devido à liquidez do mercado, os acionistas conseguem desinvestir caso recebam informação adversa sobre as empresas.

Nos países onde prevalece o modelo continental, existindo poucas empresas cotadas, os acionistas são forçados a manter os seus investimentos e fazem uso do seu poder de voto para influenciar a performance das empresas. A problemática das decisões de sobre-investimento está relacionada com a estrutura de capital ou composição de endividamento, podendo ser definida, segundo Iquiapaza, Amaral & Araujo (2008), como a “*escolha entre o emprego do capital próprio e a utilização do capital de terceiros*”.

A tomada de decisões adaptadas à estrutura de capital permite que a empresa garanta competitividade e, por conseguinte, sobreviver no contexto de globalização atual (Batista, 2009). Ademais, a estrutura de capital pode muitas vezes refletir as decisões pessoais dos gestores e não dos seus acionistas.

Surge neste contexto o *corporate governance*, entendido como uma série de mecanismos ou princípios que regulam o processo de decisão dentro de uma empresa (Shleifer & Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000;

Marques, 2007) e que permite que seja criado um conjunto de mecanismos ou regras que visam proteger os investidores externos da expropriação dos acionistas controladores e gestores. Entre estas, destaca-se a criação dos Conselhos de Administração que possuem, entre outras funções, a de orientar os negócios da empresa e supervisionar as decisões dos seus gestores, procurando proteger o património dos acionistas e maximizar o valor da empresa (IBGC, 2010). Na Tabela 1 estão expostas as principais características que diferenciam os sistemas de *corporate governance* do sistema anglo-saxónico e do sistema continental.

**Tabela 1 - Características dos Sistemas de *Corporate Governance***

Características	Sistema Anglo-Saxónico	Sistema Continental
<b>Países</b>	E.U.A, Canadá e Austrália	Alemanha, Holanda, Suíça, Suécia, Áustria, Dinamarca, Noruega e Finlândia
<b>Estrutura Acionista</b>	Muito dispersa	Muito concentrada
<b>Conselho de Gestão</b>	<i>One Tier</i>	<i>Two Tier</i>
<b>Mercado de Capitais</b>	Concentrados e líquidos	Estreitos e ilíquidos
<b>Mercado Externo</b>	Ameaças de <i>takeover</i>	Restrições ao <i>takeover</i>
<b>Horizonte temporal das relações económicas</b>	Curto-prazo	Longo-prazo

Fonte: Weimer & Pape (1999)

## 2.3. Teorias de *Corporate Governance*

### 2.3.1. Teoria da Agência

Como já foi referido, o *corporate governance* visa dar resposta aos problemas decorrentes da separação entre a propriedade e o controlo das sociedades anónimas, responsável por situações nas quais os interesses dos proprietários e dos executivos podem divergir, originando graves problemas de agência. “É neste contexto que assume especial importância a ação dos administradores, sendo fundamental definir

*corretamente os seus limites, os seus papéis e as suas responsabilidades*”<sup>22</sup>. Tendo em conta a complexidade e abrangência do conceito de *corporate governance*, têm vindo a ser desenvolvidos vários enquadramentos teóricos, estando uma das abordagens mais relevantes centrada na teoria de agência. Segundo a teoria económica tradicional, os mecanismos de *corporate governance* surgiram para superar o conflito de agência resultante do fenómeno de separação efetiva entre os titulares das ações e o controlo das decisões empresariais. Esta teoria visa analisar e harmonizar os conflitos de interesses resultantes da relação entre os proprietários da empresa (acionista) e os seus agentes (gestores). Na essência desse conflito de interesses está a disparidade de informação entre o agente e o acionista (Gonçalves, 2010).

O trabalho de Jensen & Meckling (1976) foi um dos primeiros na pesquisa do problema de agência e procurou analisar a “relação de agência”. O problema de agência ocorre quando o agente passa a atuar em função dos seus interesses pessoais, em vez de atuar em função dos interesses do acionista. Desta forma, para responder a esse conflito e evitar que os gestores expropiem a riqueza dos acionistas, é necessário aplicar um conjunto de práticas de *corporate governance* (Almeida & Ness Jr, 2002). Jensen & Meckling (1976) defendem que a relação de agência é um contrato em que o dono do capital nomeia um ou mais agentes para o administrar mediante a delegação de poderes. Os autores afirmam ainda que é necessário separar os poderes de quem administra dos poderes de quem gere a empresa, equilibrando, desta forma, o poder entre as partes interessadas e permitindo a conseqüente exigência de responsabilidades. A questão crucial reside no seguinte: Como é que os acionistas evitam que os gestores maximizem a sua própria utilidade? A resposta é condizente com o facto de os mercados não serem totalmente eficientes, especialmente no âmbito das assimetrias de informação. Os “*agency theorists*” consideram que, uma vez que o gestor tende a defender os seus interesses e não os dos acionistas, só se consegue alcançar um equilíbrio quando o gestor detém ações das empresas. No sistema de *corporate governance* e em conformidade com os estudos de Jensen (1993), o Conselho de Administração é um dos principais mecanismos internos de alinhamento entre acionistas e gestores. Além do Conselho de Administração, há outros mecanismos relevantes que permitem reduzir os

---

<sup>22</sup> Artigo publicado originalmente no Anuário do Economista da Ordem dos Advogados por Manuel Alves Monteiro, Ex-Presidente da *Euronext Lisbon*, Presidente da Direção do IPCG.

custos de agência, embora não sejam todos utilizados nesta dissertação, tais como o sistema de remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos, a estrutura da propriedade de controle, a presença de um mercado de aquisições hostis, o mercado competitivo do setor de atuação e o ambiente legal.

A título de exemplo, todos os códigos de *corporate governance* salientam a importância de um Conselho de Administração onde:

1. Exista uma maioria de membros independentes;
2. O cargo de *Chief Executive Officer* (CEO) e cargo de presidente do Conselho de Administração é ocupado por pessoas diferentes;
3. Exista um número adequado de membros;
4. A remuneração dos membros do conselho esteja vinculada ao resultado da empresa e seja devidamente publicitada.

### **2.3.2. Teoria da Administração (*Stewardship Theory*)**

A Teoria da Administração (Donaldson & Davis 1991) defende que os executivos tendem a atuar mais no interesse da organização - que consideram uma extensão de si próprios - do que no seu próprio interesse. Esta teoria argumenta que os interesses dos acionistas requerem proteção através da separação da incumbência do papel de presidente do conselho e de CEO. Sustenta ainda que os interesses dos acionistas são maximizados pela incumbência partilhada destes papéis. Os executivos dão mais valor a aspetos como o autorreconhecimento, realização profissional, responsabilidade, altruísmo, crenças, prestígio, respeito pela autoridade e motivação intrínseca pela satisfação na realização das suas tarefas. Tanto a teoria da agência como a teoria da administração seguem uma perspetiva vocacionada para o interior da organização.

### **2.3.3. Teoria da Dependência de Recursos (*Resource Dependence Theory*)**

A Teoria da Dependência de Recursos considera os sistemas abertos nos quais as organizações estão inseridas bem como as transações com o seu meio envolvente e os constrangimentos resultantes das redes de interdependência com outras organizações.

Nesta teoria, o *corporate governance* refere-se à construção de organizações de sucesso com estruturas e interesses relacionados de forma eficiente com o seu meio envolvente, ajustando-se aos seus objetivos (Pfeffer & Salancik, 2003).

#### **2.3.4. Teoria das Partes Interessadas (*Stakeholder Theory*)**

A Teoria das Partes Interessadas é desenvolvida a partir do conceito de que as organizações estabelecem relações multilaterais existentes entre a empresa e as suas partes interessadas. Nesta teoria, o “*sistema de corporate governance deve privilegiar a maximização da riqueza criada pela empresa e não só o valor das ações dos acionistas, pelo que o management deve ter em conta o efeito das decisões empresariais em todas as partes interessadas da empresa*” (Donaldson & Preston, 1995: 67). São consideradas como partes interessadas todos os indivíduos afetados pela performance da empresa e que dela dependem. As partes interessadas estão subdivididas em três categorias. A primeira diz respeito às partes interessadas do mercado de capitais, das quais fazem parte os acionistas e fornecedores maioritários de capital; a segunda, refere-se às partes interessadas relacionadas com o produto/mercado, composta pelos clientes primários, fornecedores, comunidade onde a empresa se localiza e os sindicatos e, a terceira, composta pelas partes interessadas ligadas à organização e das quais fazem parte os trabalhadores, gestores e quadros e outros não gestores.

#### **2.4. Princípios do *Corporate Governance***

Os princípios do *corporate governance* constituem as bases da regulamentação jurídica em termos de *corporate governance* - não são leis mas sim propostas de regulamentação que podem ser aceites pelos tribunais, legisladores e sociedade civil (Nunes, 2006). Podem ter um carácter de recomendação de forma geral para as partes interessadas e de forma específica para os administradores, ou de metas a atingir.

Os princípios de *corporate governance* da OCDE publicados em 2004 constituem uma série de recomendações não vinculativas com origem intergovernamental<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> OCDE (2004), *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*

### 2.4.1. Relatório de Cadbury

O Relatório de Cadbury é uma das mais importantes referências documentais do *corporate governance*. Para a sua elaboração, foi constituída em 1991, pela Bolsa de Valores de Londres, um comité (Comité de Cadbury) para elaborar um código com as melhores práticas de *corporate governance*, que seria composto por membros da Bolsa de Valores de Londres, do Conselho de Relatórios Financeiros e da Sociedade de Contabilistas da Inglaterra. Isto deveu-se à exigência, por parte do mercado, de propostas de boas práticas de *corporate governance* como objetivo de limpar a imagem do mercado financeiro e recuperar a confiança dos investidores. Nele inclui-se o Código de Boa Conduta do Reino Unido, dividido em quatro partes, e que compreende: (i) os deveres do Conselho de Administração; (ii) os deveres dos administradores não-executivos; (iii) os deveres dos administradores executivos e sua remuneração e (iv) a divulgação e controlo de informação financeira. Uma das recomendações do Relatório de Cadbury<sup>24</sup> é a inclusão de administradores não executivos.

Segundo Jones & Pollitt (2003), o Relatório de Cadbury foi o precursor em algumas matérias relacionadas com a atenção dada ao órgão de administração no processo de tomada de decisão e a importância da constituição de comissões de controlo. Algumas das recomendações foram integradas noutros códigos de “boas práticas”, especificamente como os Princípios de Governo das Sociedades da OCDE, que foram publicados no ano de 1999 e revistos em 2004.

É de salientar que o preâmbulo integra que os “*Princípios aplicam-se essencialmente às sociedades de capital aberto ao público, tanto financeiras como não financeiras*” e, “*um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.*” (OCDE, 2004). E, deste modo, contribui para o desenvolvimento sustentável e para o sucesso da empresa a longo-prazo.

Foi elaborado um estudo comparativo dos códigos do *corporate governance* dos países membros pela sociedade de advogados Weil, Gotshal & Manges, a pedido da Comissão Europeia (Weil, Gotshal & Manges, 2002), onde se constatou que dos 15

---

<sup>24</sup> O Relatório de Cadbury foi publicado pela *London Stock Exchange*, em julho de 1992. Posteriormente, este código foi alterado pelo Relatório de Greenbury, o Relatório de Hampel e o *Combined Code*.

países membros, treze tinham um código e dois não possuíam qualquer código (Áustria e Luxemburgo).

#### **2.4.2. Relatório de Hampel**

Em novembro de 1995, a Bolsa de Valores de Londres criou uma comissão, coordenada por Ronnie Hampel, para avaliar a adoção do Relatório de Cadbury. Uma das suas funções seria considerar possíveis alterações e incorporar os contributos provenientes do Relatório Greenbury em termos de remuneração, tendo sido publicado em janeiro de 1998.

O Relatório de Hampel (1998) foi construído tendo por base os Relatórios de Cadbury e de Greenbury. Define duas vertentes dentro do *corporate governance*, em particular, a de responsabilidade dos membros do Conselho de Administração e a de prosperidade do negócio.

O *Combined Code* veio cimentar os princípios e recomendações dos três anteriores, tendo sido concebido pelo mesmo comité. A sua aplicação é um requisito para as sociedades estarem cotadas na Bolsa de Londres (Steinberg, 2003). Este código tem um enfoque extensivo no papel dos membros do Conselho de Administração.

#### **2.4.3. Relatório da OCDE**

Diversos organismos internacionais têm dedicado a sua atenção à temática do *corporate governance* - a OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico) é uma delas. Em 1999, publicou os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, os quais foram revistos em 2004. Estes princípios englobam uma série de práticas para a boa governação e estão orientados para sociedades anónimas financeiras e não financeiras, tendo sido adotados por cerca de 30 países membros da OCDE.

A OCDE defende que devem existir incentivos adequados aos gestores e administradores para que estes alinhem os seus esforços com o benefício da empresa e com os seus acionistas (OCDE, 2004). Deste modo, as boas práticas de *corporate governance* contribuem para um crescimento sustentável e para outros indicadores de sucesso a longo-prazo: ética empresarial e preocupação com as questões sociais e ambientais.

Os princípios da OCDE sobre o *corporate governance* são atualmente umas das principais referências na área a nível mundial, especialmente devido à sua flexibilidade e capacidade de orientação, tendo particular relevância os direitos dos investidores, a igualdade de tratamento dos acionistas, o papel dos diferentes investidores na empresa, os deveres de divulgação e o papel do Conselho de Administração.

#### **2.4.4. Lei Sarbanes-Oxley**

A Lei Sarbanes-Oxley, assim denominada em referência aos seus autores Paul Sarbanes e Michael Oxley, foi publicada em 23 de janeiro de 2002, nos Estados Unidos. Os escândalos financeiros que envolveram grandes empresas norte-americanas resultaram na necessidade da sua criação, tendo revelado situações de falsificação de demonstrações financeiras e utilização de empresas de auditoria para esconder os seus problemas. A Lei Sarbanes-Oxley proíbe as empresas norte-americanas de divulgar informações que possam induzir em erro, tendo vindo a acabar com o sistema de autorregulação do mercado e dar maior rigidez às sociedades que negociem as suas ações na Bolsa dos Estados Unidos. O seu intuito foi restaurar a confiança no Conselho de Administração das empresas, nas suas práticas e, por conseguinte, incentivar o investimento na Bolsa de Valores. As empresas passaram a ser obrigadas a fazer avaliações anuais de controlo interno, certificadas posteriormente por um auditor externo, estabelecendo um conjunto de preceitos para impedir condutas antiéticas por parte de administradores e auditores, objetivando o aumento da credibilidade nas empresas de capital aberto (Garcia, 2005).

#### **2.4.5. Relatório de Higgs**

O Relatório Higgs, criado em 2003, teve como objetivo avaliar o papel e a eficácia dos administradores não executivos e apresenta uma série de recomendações, entre elas, o papel dos administradores não executivos e a forma como estes melhoram a diversidade, sendo uma vantagem para a empresa caso consiga captar as pessoas com as aptidões, conhecimentos e experiências necessários.

Este relatório define o *corporate governance* como a estrutura de responsabilização que permite garantir que a empresa é gerida em prol dos interesses dos acionistas.

## **2.5. Corporate Governance no Contexto Mundial**

Diversas variáveis contextuais influenciam os sistemas de *corporate governance* adotado em cada país. O papel dos mercados financeiros, a estrutura de propriedade, o controlo empresarial e a sua origem continental ou anglo-saxónica são algumas destas variáveis, sendo que a adoção de um determinado sistema de *corporate governance* por parte de uma empresa está dependente do contexto jurídico, cultural, económico e social do país onde se insere.

O *corporate governance* com origem no direito continental, segundo Silveira (2002), tem problemas de base diferentes dos sistemas de origem anglo-saxónica. Os sistemas de *corporate governance* são classificados por Franks & Mayer (1992) entre sistema “*outsider*” e sistema “*insider*”. O primeiro é atualmente o que predomina no Reino Unido e nos E.U.A. e faz parte das economias com um grande número de empresas cotadas, num mercado de capital líquido, onde são frequentemente negociados os direitos de propriedade e controlo e onde existe pouca concentração de participações acionárias. Na Europa continental e no Japão é atribuído o sistema “*insider*”, caracterizado por um pequeno número de empresas cotadas em bolsa, num mercado de capitais ilíquidos 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 (CEPS, 1995).

### **2.5.1. Corporate Governance no Japão**

Os “donos” da empresa, segundo Okabe, (2009) não são considerados como acionistas pelas empresas tradicionais. 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 outras partes interessadas (Allen & Zhao, 2007).

Os membros do Conselho de Administração são selecionados a partir de gestores seniores na maioria das empresas japonesas, sendo considerados os representantes de todos os colaboradores da empresa (Okabe, 2009).

Segundo Okabe (2009) e Charkham (1994), no Japão, os bancos têm uma função muito importante, pois oferecem fundos a curto e a longo-prazo, não só através de empréstimo, mas também da aquisição de títulos corporativos, isto é, os bancos podem adquirir ações emitidas pela empresa cliente, e sustentam as ações de uma forma sólida.

Por consequência, um banco é não só o credor como também o acionista em relação à empresa cliente para deste modo participar efetivamente na gestão da empresa cliente.

### **2.5.2. *Corporate Governance* nos E.U.A. e no Reino Unido**

O sistema americano de *corporate governance* tem sido criticado, sobretudo depois dos escândalos financeiros de empresas como a Enron, WorldCom e Tyco. Entre as críticas e falhas apontadas no que respeita à ética e eficácia dos sistemas de monitorização encontra-se a possível perda de credibilidade do sistema financeiro que levou à criação de alterações legislativas e regulamentares. (Holmström & Kaplan, 2003).

Com o intuito de alcançar o mais elevado padrão comportamental a nível corporativo é aprovado no Reino Unido em 1932 o Relatório de Cadbury que expressa várias recomendações para as empresas cotadas na bolsa e reflete as melhores práticas de um bom *corporate governance* com o intuito de reforçar o sistema de administração, aumentar a sua eficiência e controlar a prestação de contas da empresa.

Dahya & McConell (2007) analisaram a relação entre as alterações no Conselho de Administração e a performance no Reino Unido, entre 1989-1996, considerando o Relatório de Cadbury. Os resultados demonstraram uma melhoria na performance e um aumento do valor das ações.

Nos E.U.A. e no Reino Unido, o Conselho de Administração é eleito pelos acionistas. O número de membros são 10 ou 15 pessoas, entre os quais diretores executivos e não executivos. O papel da gestão na empresa é executar as políticas estabelecidas pelo Conselho de Administração (Allen & Zhao, 2007).

### **2.5.3. *Corporate Governance* na Europa Continental**

As regras europeias no que respeita ao *corporate governance* aplicam-se às empresas cotadas na bolsa. As regras não são distintas de acordo com o tamanho da empresa ou o setor de atividade. No entanto, alguns países europeus têm códigos específicos de *corporate governance* adaptados para pequenas e médias empresas cotadas em bolsa onde, por exemplo, o acionista poderá ser também o gestor. Tais códigos incluem recomendações que repercutem a estrutura e o tamanho da empresa sendo, portanto, menos complexos para poderem ser implementados por pequenas

empresas. No entanto, noutros países, os códigos são concebidos para todas as empresas cotadas na bolsa, contendo certas colocações adaptadas às empresas mais pequenas (Green Paper, 2011). Deste modo, pode-se facilmente constatar que o *corporate governance* é cada vez mais uma preocupação a nível mundial. Não é praticado da mesma forma em todos os países, nem segue um protocolo modelo ou um conjunto de procedimentos padrão; no entanto, representa um grau de preocupação elevado na defesa dos diversos intervenientes de uma empresa.

#### **2.5.4. Corporate Governance em Portugal**

Em Portugal, o tema *corporate governance* é cada vez mais atual<sup>25</sup>, ainda que esteja pouco desenvolvido. Em virtude da pressão internacional, as empresas, especialmente as cotadas, têm sentido a necessidade de aplicar estes princípios, quer por via das alterações legislativas e regulatórias, quer por via do reconhecimento que têm para a promoção de melhores práticas de gestão, quer pela competitividade que ajudam a criar. É impulsionado por dois fatores distintos, mas interligados: o direito das sociedades e o interesse recente do direito dos valores mobiliários de intervir no debate internacional do *corporate governance* (Camara, 2001).

Tierno, 2014<sup>26</sup> no seu estudo conclui que o modelo latino “*tem vindo a perder observações para o modelo anglo-saxónico, demonstrando que a maioria das empresas cotadas em Portugal é controlada por famílias*”. Em Portugal, tal como na maioria de países europeus, o Conselho de Administração tem uma estrutura única, composto pelos membros executivos, não executivos e o conselho de supervisão, o qual não é independente (Fernandes, 2005).

Um conjunto de recomendações referentes ao sistema de regras de conduta a observar pelas sociedades com valores admitidos à negociação, aprovadas pela

---

<sup>25</sup> Um artigo publicado em 05/12/2014 indica que 82,9% das sociedades cotadas em Portugal apresentam bons índices em matéria de *corporate governance*, isto é, modelos de gestão empresarial. A percentagem, que representa um total de 34 empresas, resulta de um trabalho conduzido pela Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados Em Mercado (AEM) em conjunto com a Universidade Católica. “Os dados deste ano continuam a revelar, em média, um grau de acolhimento das recomendações de governo societário pelas sociedades cotadas nacionais muito elevado: 82,9% das sociedades cotadas (ou seja, 34 empresas) registam classificações de AAA / AA / A”, isto é, as melhores notas, revela o estudo. Estudo publicado na página da Internet da Portugal Economy PE Probe, <http://www.peprobe.com/pt-pt/new/mais-de-80-de-empresas-cotadas-registam-boas-classificacoes-de-corporate-governance-estudo>, acedido em 01/04/2015.

<sup>26</sup> Tierno, (2014); *Corporate governance and performance measures: the Portuguese case*

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), foi transposto para o contexto nacional em 1999. Desde então, estas recomendações têm evoluído significativamente, tanto em contexto como em regulamentação.

Em Portugal, o *corporate governance* tem influências diversas. A nível legal, baseia-se em leis e normas provenientes do código de *corporate governance* e da Comissão de Mercado de Capitais. No que respeita a termos sociais baseia-se em normas deontológicas, regras de boa conduta e regulamentos. Vários documentos normativos e códigos têm vindo a ser aprovados pela CMVM desde que as empresas adotem as recomendações de uma forma mais eficiente, e que estes códigos sejam orientados para sociedades anónimas (Santos, 2004).

As empresas nacionais devem não só, no seu relatório de *corporate governance* apresentar o órgão de administração, a sua composição e responsabilidades, mas também tornar públicos os poderes do Conselho de Administração e a rotação dos seus membros. Para além disso, devem indicar a regra para avaliar a independência dos seus membros e os seus critérios base, devendo também ainda ser indicado como são nomeados os administradores não executivos.

Os estudos mais relevantes na secção do *corporate governance* são os da CMVM (desde 1999), refletindo-se nas práticas das sociedades portuguesas cotadas. Os estudos de Alves & Mendes (2001) também analisaram o grau de cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o *corporate governance* das empresas cotadas e concluíram que as sociedades cotadas põem em prática, cada vez mais de forma voluntária, as Recomendações da CMVM.

Heidrick & Struggles (2003) afirmam que “*a prática do corporate governance em Portugal permanece muito aquém dos padrões aceites a nível europeu e as empresas portuguesas ainda têm um longo caminho a percorrer até os mercados internacionais sentirem confiança em investir em Portugal*”. Os mesmos autores também verificaram que as empresas cotadas no PSI 20 competem no mercado global, de uma forma agressiva, pois pretendem captar e reter o talento de topo. Contudo, o colapso dos mercados financeiros e a quebra de confiança das partes interessadas alteraram o modelo da compensação, isto é, novos normativos foram criados, o papel

dos reguladores aumentou e o papel das partes interessadas tornou-se mais interventivo nestas temáticas e na vida empresarial.<sup>27</sup>

Segundo o relatório realizado pela Universidade Católica Portuguesa<sup>28</sup>, “*uma parte muito significativa do investimento realizado na bolsa portuguesa é hoje em dia proveniente do estrangeiro (nos últimos anos, a liquidez gerada no mercado Euronext Lisbon proveniente de fora de Portugal tem sido superior a 50% do total). Assim, naturalmente, os investidores terão hoje uma clara propensão a julgar o nível de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades à luz dos benchmarks internacionais, com que estão familiarizados.*” Refira-se ainda que segundo o mesmo estudo, “*constatou-se em 2011, comparativamente com o ano anterior, uma evolução muito positiva no grau de acolhimento de boas práticas de governo societário em Portugal, testemunhando igualmente o elevado grau de acolhimento das recomendações de governo societário pelas sociedades cotadas nacionais.*”

#### **2.5.4.1. Código das Sociedades Comerciais**

O Código das Sociedades Comerciais define os direitos e deveres dos sócios, administradores e membros dos órgãos de fiscalização e salienta a proteção dos sócios minoritários e dos credores, entre os quais, os trabalhadores. Os acionistas têm direito à informação que deve ser disponibilizada pela empresa em assembleias-gerais ou a através dos meios de informação ao seu dispor (artigos 288.º a 293.º).

O diploma anterior ao código das sociedades comerciais não fazia menção à palavra independente, situação que foi resolvida, visto que no atual código esta palavra tem uma conotação negativa. Assim, o conceito de independência é excluído sempre que existam administradores com uma participação superior a 2% ou administradores que sejam reeleitos por mais de dois mandatos, contínuos ou intercalados. Esta exclusão tem como intuito impedir que a manutenção de mandatos seja um fator de risco de perda de independência.

---

<sup>27</sup> Valores, Ética e Responsabilidade – A arte da boa governança (2011). Artigo publicado em <http://www.ver.pt/a-arte-da-boa-governanca/>, acessado em 02/04/2015.

<sup>28</sup> 2013, Centro de Estudos Aplicados – CATÓLICA-LISBON *School of Business & Economics* em parceria com a Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (AEM), Governo das Sociedades em Portugal em 2012

De notar que ao utilizar o termo independente espera-se que os administradores sejam independentes no juízo que fazem e nos seus interesses bem como cumpram os deveres para com a empresa e a sociedade de forma leal.

No entanto, para desempenharem o seu papel de forma eficaz, os Conselhos de Administração têm de apresentar determinadas características, entre as quais, a sua independência em relação à gestão das empresas (IBGC, 2010). Segundo a CMVM (2002), a independência é caracterizada pelo descomprometimento dos administradores com a administração da empresa, ou seja, os membros não têm um vínculo direto com a empresa nem defendem nenhuma parte específica, sendo, portanto, considerados membros externos.

Segundo Hallqvist (2000), as características de independência do administrador são: a) não ter qualquer vínculo com a empresa, além de integrar o Conselho de Administração ou acionista; b) não ter sido funcionário da empresa ou de alguma subsidiária; c) não prestar serviços para a empresa; d) não ser empregado de alguma entidade que preste serviços para a empresa; e) não ser parente de algum funcionário da empresa; f) não receber outra remuneração da empresa, além dos honorários de membro do Conselho de Administração e eventuais dividendos. A independência tem mostrado ser um fator preponderante para a eficácia no trabalho do Conselho de Administração. De acordo com Santos (2004), a independência do Conselho de Administração tem sido apontada como um fator positivo e que contribui para uma boa prática de *corporate governance*.

#### **2.5.4.2. Comissão de Mercado de Valores Mobiliários**

A aprovação de regulamentos e a elaboração de recomendações pela CMVM tem vindo a desempenhar a nível nacional um importante papel na consolidação das bases do *corporate governance*. As sociedades emissoras de valores mobiliários admitidas à negociação em mercados regulados devem orientar-se por boas práticas de *corporate governance*. Estas recomendações foram agrupadas pela CMVM (1999) em 5 grupos distintos<sup>29</sup> e, deste então, tem vindo a existir uma constante atualização para adequar as recomendações à realidade e evolução dos mercados:

---

<sup>29</sup> Alves, C., Mendes, V., As Recomendações da CMVM relativas ao *Corporate Governance* e a Performance das Sociedades

- (i) Recomendações relativas à divulgação de informação;
- (ii) Recomendações respeitantes ao exercício de voto e representação acionista;
- (iii) Recomendações referentes à adoção de certas regras societárias;
- (iv) Recomendações sobre a estrutura e funcionamento do órgão de administração;
- (v) Recomendações dirigidas aos investidores institucionais.

Por ordem cronológica a evolução das recomendações foi:

1999: As recomendações exigiam que as sociedades emissoras de ações admitidas negociassem, divulgassem mais informações e cumprissem as recomendações das sociedades. Este documento está resumido em 17<sup>30</sup> recomendações sobre *corporate governance*.

2001: As recomendações passaram a ter a forma de regulamento e, conseqüentemente passaram a ter um poder normativo (Regulamento nº 7/2001 da CMVM). Através destas recomendações, as sociedades cotadas passaram a ser obrigadas a publicar um relatório anual de *corporate governance* e a dispor de maiores deveres de informação no mercado. As empresas seriam obrigadas a cumprir a regra *comply or explain*, segundo a qual as empresas deveriam cumprir recomendações da CMVM sobre o *corporate governance* ou justificar-se pelo não cumprimento.

2003: Alteraram-se e emitiram-se novas recomendações de 2001 (Regulamento n.º 11/2003). Tais recomendações deram maior destaque aos administradores independentes e os deveres de informação aumentaram. O regulamento foi revogado pelo Regulamento 4/2004 referente aos deveres de informação.

2005: Dá-se particular atenção à questão da remuneração dos administradores, ao aumento da transparência das práticas das sociedades e ao reforço no nível de fiscalização (Regulamento CMVM nº10/2005).

---

<sup>30</sup> 15 recomendações dirigidas às sociedades cotadas e duas outras recomendações tendo por destinatários os investidores institucionais.

2007: Maior ênfase e aprofundamento da questão da transparência e determinação da estrutura da remuneração dos administradores (Regulamento CMVM nº 1/2007).

2010: São emitidas novas recomendações acerca da remuneração dos administradores. É exigido que pelo menos um representante da comissão de remunerações deva estar presente nas reuniões da assembleia-geral dos acionistas. São feitas novas recomendações para a responsabilidade e o funcionamento dos sistemas internos de controlo e gestão de riscos. Aborda-se ainda a prevenção de conflitos de interesse nas relações entre a sociedade e os seus acionistas. A independência dos administradores não executivos volta a ser tema de destaque (Recomendações CMVM 01/2010).

2013: A revisão do regime agora levada a efeito incide sobre o conteúdo do referido relatório, sistematizando as exigências informativas cuja prestação é obrigatória, possibilitando que as sociedades recorram a um código de *corporate governance* distinto daquele divulgado pela CMVM e reformulando o próprio código disponibilizado pela CMVM, cuja última versão remonta a 2010 (Regulamento da CMVM n.º 4/2013).

## **2.6. Variáveis de *Corporate Governance* Relacionadas com a Performance e Hipóteses de Investigação**

### **2.6.1. Enquadramento**

Neste ponto são abordadas as variáveis de *corporate governance* e que são alvo de estudo: concentração de propriedade, investimento, tamanho, independência do Conselho de Administração e CEO simultaneamente acionista.

No que se refere à concentração de propriedade, Fama (1980) defende que existem bases de sustentação que permitem aferir que a propriedade mais dispersa apresenta vantagens, já que se traduz em ganhos e eficiências que se sobrepõem aos custos de agência inerentes a este modelo. A concentração de propriedade pode ter um duplo efeito na performance das empresas: por um lado, o efeito de *monitoring*, que controla as ações da gestão e, nessa medida, reduz os principais problemas de agência,

resolvendo o problema de *free rider*<sup>31</sup> e, por conseguinte, o consumo de poucos recursos para projetos pouco rentáveis, o que significaria mais valor e performance das empresas. Por outro lado, quando os grandes acionistas têm poder de controle - *expropriation effect*, motivam-se a extrair benefícios privados, expropriando os minoritários em detrimento da performance.

O investimento (Q Tobin) mede o valor de mercado de uma empresa em comparação com o valor de substituição dos ativos da empresa. Jensen (1993) refere que devem ser os gestores a tomar as decisões, com vista a aumentar o valor total de mercado de longo-prazo, em detrimento do aumento do lucro. O estudo de Connelly, Limpaphayom & Nagarajan (2012) examinou a qualidade das práticas de *corporate governance* e o valor da empresa para as empresas tailandesas que muitas vezes apresentam estruturas de propriedade complexas, demonstrando que as práticas de *corporate governance* estão relacionadas de forma positiva com o Q de Tobin, em detrimento das práticas convencionais de *corporate governance*. Os autores desenvolveram uma medida abrangente de *corporate governance* e mostraram que, contrariamente às medidas convencionais, a sua medição, em média, está positivamente associada ao Q de Tobin. Indicaram que os q são mais baixos para as empresas que apresentam desvios entre os direitos de fluxo de caixa e os direitos de voto.

De acordo com Kayo & Famá (1997) é um erro acreditar que as decisões de investimento possam vir a tornar-se em ganhos futuros. A teoria da agência põe em causa a suposição de que os administradores de topo das empresas atuam sempre com o intuito de rentabilizar as ações dos acionistas. A discrepância informativa entre administradores e proprietários permite aos administradores tomarem decisões motivadas por interesses pessoais, fazendo com que atuem em benefício próprio e coloquem a empresa e os acionistas em segundo plano. As decisões de investimento podem exigir que os lucros sejam menos distribuídos aos acionistas no momento presente, considerando que pode ser necessário reter uma parte ou totalidade dos ganhos para financiar os investimentos. Fica ao critério da gestão decidir recorrer ao capital de

---

<sup>31</sup> O problema de *free rider* ocorre quando os agentes que beneficiam de recursos, bens ou serviços não pagam por eles, o que resulta numa oferta reduzida desses bens ou serviços. Pode ocorrer quando os direitos de propriedade não estão claramente definidos e impostos.

terceiros ou a reter lucros como fonte de recursos. No entanto, ambas opções têm consequências e é preciso avaliá-las por forma a não comprometer o fluxo de caixa para pagamento aos credores nem reduzir o volume de dividendos a distribuir aos acionistas.

Para Titman, Wei & Xie (2004), a relação encontrada nos seus estudos pode ser entendida como uma má reação do mercado ao comportamento dos gestores, os quais atuariam impulsionados pela determinação de transformar as empresas em grandes impérios.

Diversos investigadores têm tentado demonstrar a influência do tamanho da empresa no desenvolvimento e performance (Greve, 2008). O autor sustenta que, de acordo com a teoria comportamental da empresa, os gestores prestam atenção sequencial aos objetivos e aplicam níveis de aspiração a cada um, formando um nível de aspiração para o tamanho através da comparação social. Isto leva a previsões sobre a forma como os objetivos de performance e de tamanho afetam conjuntamente o crescimento.

Um estudo de Jim Lee (2009), realizado nos E.U.A. para mais de 7.000 empresas de capital aberto durante o período 1987-2006, fornece dados de que as taxas de lucro estão positivamente relacionadas com o tamanho da empresa de uma forma não-linear, mantendo uma variedade de características específicas das empresas e das indústrias constante.

Quanto ao Conselho de Administração, o mesmo tem a responsabilidade de fixar estratégias para a concretização dos objetivos, apresentar padrões de conduta para garantir o cumprimento das estratégias traçadas e a responsabilidade de garantir a adequação da estrutura empresarial às políticas de bom governo (Davis, 2005).<sup>32</sup>

A legislação portuguesa não determina um número de membros para os órgãos de administração; no entanto, os estatutos devem fixar esse número dentro dos referidos limites. Tal como em diversas diretrizes sobre composição de conselhos existentes um

---

<sup>32</sup> Em tempos recentes, alguns administradores tiveram comportamentos desadequados e a sua remuneração alcançava valores exorbitantes. Na base destes comportamentos assenta o facto de os administradores se verem muitas vezes tentados a cometer fraudes, podendo originar falsos crescimentos e, por conseguinte, escândalos financeiros. O *corporate governance* tem como um dos seus principais objetivos adequar a atribuição de poderes entre acionistas e administradores de modo a ir de encontro às necessidades da empresa (Davis, 2005). O autor refere ainda que o Conselho de Administração é o órgão máximo do *corporate governance*.

pouco por todo o mundo, também em Portugal, se recomenda que exista uma maioria de administradores independentes. Essas recomendações assentam na expectativa de que a tarefa principal do conselho é supervisionar a administração, e somente os administradores independentes podem ser supervisores rigorosos. Fama & Jensen (1983) defendem que a ideia de um Conselho de Administração constituído apenas por administradores executivos é pouco eficaz. De acordo com as investigações anteriores, conselhos de administração devidamente formados por administradores não executivos tendem a contribuir mais para a performance do que conselhos de administração formados na sua maioria por administradores *insiders*. (Weisbach, 1988; Fosberg, 1989; Hermalin & Weisbach, 1991; Mehran, 1995; Yermack, 1996; John & Senbet, 1998; Bhagat & Black 2001). Estreitamente relacionada está a questão da participação de administradores não executivos nas principais comissões do Conselho de Administração.

Chtourou, Bedard & Courteau (2001) confirmaram nos seus estudos a relação entre a independência do Conselho de Administração e o nível de manipulação de resultados pelas empresas. Os resultados demonstraram que as empresas com melhor performance muito raramente apresentaram conselhos de administração com mais de 50% de administradores independentes. Deste modo, segundo os autores, a estrutura mais adequada de Conselho de Administração parece ser aquela onde existem administradores internos, externos e independentes.

Yermack (1996) e Agrawal e Knoeber (1996) nos seus estudos sugerem que as empresas que apresentam maior número de administradores independentes evidenciam pior performance. Bhagat & Black (2002) referem que a premissa de que a independência do Conselho de Administração em relação à administração representa um fator importante no *corporate governance*. Hermalin & Weisback (1998) sugerem que existe uma maior possibilidade de se acrescentarem administradores independentes ao Conselho de Administração quando a performance das empresas é fraca.

Citando Neves (2014), nos estudos de Jensen & Meckling (1976) e Shleifer & Vishny (1986), entre outros, foi identificada a relevância dos problemas de agência na análise da estrutura de propriedade e valor das empresas.

O estudo de Rozeff (1982) foi um dos primeiros a reconhecer de forma clara o papel dos *insiders* como um meio de controlo dos gestores. Em consonância com esta

perspetiva, a literatura oferece duas hipóteses concorrentes relativas a esta relação: por um lado, a propriedade da gestão pode ser utilizada para alinhar interesses de gestores e acionistas; no entanto, a relação entre *insiders* e o alinhamento de interesses de acionistas e gestores pode ser não monótona, tal como exposto por Morck, Shleifer & Vishny (1988), Farinha (2003) ou Pindado e de la Torre (2006). Isto pode combinar um efeito de convergência em níveis mais baixos de propriedade da gestão com um efeito de entrenchamento em níveis mais elevados de propriedade da gestão.

Alguns acionistas podem ser considerados passivos ou ativos e, ao mesmo tempo, poderem executar um sistema de monitorização. Várias capacidades e motivações conduzem à eficácia e influenciam as principais decisões corporativas e de valor. A propriedade da gestão (propriedade *insider*) representa o fator mais característico e que tem sido estudado ao longo dos anos, nomeadamente por Jensen & Meckling (1976), que formalizaram a relação entre a propriedade da gestão e valor corporativo. Os autores propuseram a hipótese de convergência de interesses para explicar o efeito positivo da propriedade da gestão. O mesmo significa que um nível elevado de propriedade da gestão auxilia nos interesses dos administradores e acionistas, resultando numa performance superior. Um elevado nível de propriedade da gestão aumenta a probabilidade do gestor dedicar um esforço significativo às atividades criativas e não utilizar de forma indevida os recursos corporativos. Deste modo, o gestor age de forma a maximizar a empresa em prol dos seus próprios interesses (Earle, Kucsera & Telegdy, 2005; Grossman & Hart, 1986).

Nos estudos de Yermarck (1996) e Bhagat & Black (2001) verifica-se que a combinação adequada de administradores não executivos tende a favorecer mais a performance do que os administradores *insiders*. Isto pode explicar-se pela participação dos administradores não executivos nas principais comissões do conselho, ou seja, a relação existente entre a independência do Conselho de Administração e a performance é positiva.

## **2.6.2 Concentração de Propriedade e Performance**

Nesta variável podem-se verificar relações positivas e relações negativas entre a concentração de propriedade e a performance das empresas, destacando-se os seguintes estudos:

Os estudos de Shleifer & Vishny (1986), Agrawal & Knoeber (1996) e Ødegaard & Bøhren (2003) verificaram que a relação entre a concentração de propriedade e a performance das empresas era positiva e estatisticamente significativa. Por sua vez, os estudos de Fama & Jensen (1983) e Pedersen & Thomsen (1999) demonstraram o efeito inverso, ou seja, a existência de uma relação negativa entre ambas.

Agrawal & Mandelkern (1990) nos seus estudos analisaram a relação entre a concentração de propriedade e a performance nas empresas e concluíram que o controle corporativo não pode ser contestado, que a concentração da propriedade pode auxiliar a reduzir ou eliminar os custos de agência e que a performance das empresas melhora quando a titularidade e o interesse dos gestores se juntam através de concentração de propriedade.

Em países como a Itália, as empresas são descritas por terem uma elevada concentração de propriedade, constituída na maioria, por empresas familiares e o Estado. Isto foi comprovado com o estudo de Bianchi & Casavola (1995), onde os autores observaram que, numa amostra de 500 empresas não financeiras, aproximadamente 95% eram controladas pela maioria absoluta. Também em Itália, Demsetz & Villalonga (2001) estudaram a relação entre a concentração de propriedade e a performance. Segundo os autores, a propriedade deve ser influenciada pelos interesses de maximização do lucro dos acionistas, de modo a que o resultado não tenha nenhuma relação sistemática entre as variações na estrutura de propriedade e as variações no valor da empresa. Nos seus estudos, concluíram que não existia uma relação estatisticamente significativa entre concentração de propriedade e performance.

McConaughy, Matthews & Fialko (2001) clarificaram o que na literatura financeira se entende por concentração e controle de propriedade. Assim sendo, esclarecem que os acionistas são os proprietários da empresa e quem determina o percurso que esta deve tomar. No que concerne ao controle proprietário, os autores apontam que a extensão da influência de um acionista depende do nível de ações que detém da empresa, assim como da sua participação nas atividades desta. Um acionista que detenha mais de 51% da empresa pode exercer o controle total da empresa (caso queira), fazendo valer a sua vontade perante os outros acionistas.

Por outro lado, Shleifer & Wolfenzon (2002) analisaram a relação entre concentração de propriedade e a qualidade das práticas de *corporate governance* e as ilações demonstraram que não existia relação estatisticamente significativa entre a concentração de propriedade e as práticas de *corporate governance*.

Já La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (2002) e Durnev & Kim (2006) nos seus estudos concluíram que existia uma relação positiva entre a propriedade e o valor da empresa, isto é, as empresas com melhores oportunidades de investimento e melhores práticas de *corporate governance* devem ter maior valorização. Também se verifica que quanto mais rentáveis forem as oportunidades de investimento, mais os acionistas estarão orientados para a concentração de propriedade, elevando assim a avaliação das empresas.

Okimura *et al.* (2007) realizaram um estudo onde argumentavam que a estrutura de propriedade é um fator determinante do valor e da performance das empresas. Estes autores mediram a estrutura de propriedade da seguinte forma: a concentração de votos (direito de controlo), a concentração de propriedade (direito sobre o fluxo de caixa) e o nível de direito de votos na posse dos acionistas maioritários. Estes autores referem, assim, que a concentração de propriedade é mais acentuada nas economias emergentes, baseando-se nos estudos de Claessens & Fan (2002) e Lins (2003), isto porque mais de 60% das empresas desses países apresenta uma família como acionista maioritário, revelando a existência de uma relação positiva entre uma maior concentração de propriedade e a performance das empresas.

Belghitar, Clark & Kassimatis (2011) demonstraram que o efeito da propriedade da gestão sobre a performance das empresas difere consoante o grau de propriedade, ou seja, nos níveis baixos e altos de propriedade, a performance das empresas é pior do que nos níveis intermédios.

Alimehmeti & Paletta (2012) analisaram as empresas italianas cotadas em bolsa, durante um período de quatro anos (2006-2009), onde concluíram que existia uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o valor da empresa, com exceção do ano 2008, onde os resultados mostraram uma relação não linear, podendo ser indício de uma crise financeira. Estes resultados são corroborados pelos estudos de Berle & Means (1932) e Shleifer & Vishny (1986), os quais também obtiveram uma relação

positiva entre a estrutura de propriedade, o controlo da propriedade, o valor da empresa e a performance das empresas.

Connelly, Limpaphayom & Nagarajan (2012), nos seus estudos, verificaram também que os benefícios de valor em cumprir “boas” práticas de *corporate governance* são anulados na presença de estruturas de propriedade em pirâmide, levantando dúvidas acerca da eficácia das medidas de governo quando estruturas de propriedade não são transparentes. Por último concluíram que o controlo familiar das empresas através de estruturas de propriedade em pirâmide podem permitir às empresas cumprir aparentemente as práticas de *corporate governance* preferidas mas também utilizar o controlo para sua vantagem.

No contexto das empresas familiares, também Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós & Lisboa (2013) observaram a performance das empresas portuguesas, durante os anos 1999-2008, e os resultados demonstraram que as empresas familiares possuem uma performance superior às empresas não familiares, sobretudo as empresas de menor tamanho.

Na Malásia, Zakaria, Purhanudin & Palanimally (2014) estudaram o impacto da estrutura de propriedade na performance das empresas de comércio e serviços, durante os anos 2005-2010, e concluíram que, quando a propriedade das empresas está concentrada ou sob a propriedade da gestão, a performance aumenta.

O estudo de Oluwagbemiga, Michael & Zaccheaus (2014) explora a relação entre a concentração da propriedade e o valor das empresas cotadas na Bolsa de Valores da Nigéria, durante o período de 2008-2012. A hipótese formulava e testava que não existia uma relação estatisticamente significativa entre concentração e propriedade e valor de mercado. Os resultados da análise vieram a comprovar a existência de uma relação positiva entre o valor da empresa e a concentração de propriedade.

Sintetizando, os autores que verificaram a existência de uma relação positiva entre a concentração de propriedade e a performance foram: Berle & Means (1932); Shleifer & Vishny (1986); Agrawal & Mandelkern (1990); Agrawal & Knoeber (1996); Claessens & Fan (2002); La Porta *et al.* (2002); Lins (2003); Ødegaard & Bøhren; Durnev & Kim (2006); Okimura *et al.* (2007); Alimehmeti & Paletta (2012); Miralles-

Marcelo, Miralles-Quirós & Lisboa (2013), Zakaria, Purhanudin & Palanimally (2014) e Oluwagbemiga, Michael & Zaccheaus (2014).

Os autores que verificaram a existência de uma relação negativa entre a concentração de propriedade e a performance foram: Fama & Jensen (1983); Pedersen & Thomsen (1999); Belghitar, Clark & Kassimatis (2011) e Connelly, Limpaphayom & Nagarajan (2012).

Por sua vez, os autores que verificaram a ausência de uma relação estatisticamente significativa entre a concentração de propriedade e a performance foram: Demsetz & Villalonga (2001); Shleifer & Wolfenzon (2002).

De acordo com a literatura exposta, propomos a nossa primeira hipótese:

- **H1 – Existe uma relação entre a concentração de propriedade e a performance das empresas**

Com esta hipótese pretende-se analisar se a concentração de propriedade estabelece alguma relação com a performance das empresas, nomeadamente, se as empresas com maior concentração de propriedade, nas mãos dos maiores acionistas, influenciam na performance.

### **2.6.3. Investimento e Performance**

Nesta variável podem verificar-se relações positivas e relações negativas entre o investimento e a performance das empresas, as quais se destacam nos seguintes estudos:

Tobin (1969) elaborou uma medida de performance corporativa que se traduz entre o valor de mercado de capital e a dívida dividida pelos custos de ativos totais de substituição (Q de Tobin). As empresas que apresentam um Q de Tobin superior a 1 são encaradas como empresas que sabem gerir adequadamente os recursos escassos que possuem, sendo que as empresas que apresentem um Q de Tobin menor do que 1 são encaradas como empresas que não sabem gerir adequadamente os seus recursos.

Os estudos de Fairfield, Whisenant & Yohn (2003), Li (2004), Titman, Wei & Xie (2004), Fama & French (2006) e Lyandres, Sun & Zhang (2008) apresentam uma relação negativa entre retorno e investimento no mercado internacional. Este facto pode dever-se às decisões de investimento que requerem uma menor distribuição de proveitos

aos acionistas, o que pode reter uma parte ou a totalidade dos lucros para financiamento dos investimentos. Para o efeito, é da decisão dos gestores recorrer ao capital de terceiros, o que levará ao aumento do endividamento da empresa e ao comprometimento do *cash-flow* para pagamentos a credores ou recorrer à retenção de lucros como fonte de recursos, o que levará à redução do volume de dividendos que serão distribuídos pelos acionistas. Ainda, Titman, Wei & Xie (2004) e Lyandres, Sun & Zhang (2008) afirmam que o elevado volume de investimentos leva a uma baixa performance das empresas, as quais captam mais dinheiro no mercado - através de IPOs (emissões primárias de ações), do que aquelas que não realizaram emissões.

Black, Jang & Kim (2006) observaram que as empresas mais bem governadas são mais rentáveis e que os investidores valorizam a atribuição de um salário ou dividendos mais elevados para as empresas mais bem governadas. Contudo, não encontraram nenhuma evidência de que as mesmas paguem dividendos mais elevados para um determinado nível de lucros ou que tomem diversas decisões sobre despesas de capital. Para o efeito, as empresas mais bem governadas usufruem de um menor custo de capital, o que se refletirá nas crenças dos investidores de que as empresas mais bem governadas serão mais rentáveis no futuro.

Para Hamadi & Heinen (2015), o investimento em ativos fixos financeiros, as despesas de capital e as despesas em I&D possuem uma relação positiva sobre a performance das empresas, o que significa que as empresas possuem boas oportunidades de investimento.

Sintetizando, os autores que verificaram a existência de uma relação positiva entre o investimento e a performance foram: Black, Jang & Kim (2006) e Hamadi & Heinen (2015).

Os autores que verificaram a existência de uma relação negativa entre o investimento e a performance foram: Fairfield, Whisenant & Yohn (2003), Li (2004), Titman, Wei & Xie (2004), Fama & French (2006) e Lyandres, Sun & Zhang (2008).

De acordo com a literatura exposta, propomos a nossa segunda hipótese:

- **H2 - O nível de investimento influencia a performance das empresas**

Com esta hipótese pretende-se reconhecer de que forma a performance da empresa depende do nível de investimento, ou seja, se existe alguma relação entre o nível de investimento e a performance da empresa.

#### **2.6.4. Tamanho da Empresa e Performance**

No que diz respeito à variável do tamanho da empresa, os estudos de Rajan & Zingales (1995), Krivogorsky (2006) e Belkhir (2009) demonstraram uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a performance. O estudo de Pedersen & Thomsen (1999) também vai ao encontro destes autores uma vez que demonstra que o tamanho das empresas estabelece um efeito positivo na performance ao trazer economias de escala, sinergias, diminuição de custos de produção e de distribuição e fornece maior poder de mercado.

Agrawal & Knoeber (1996) e Klapper & Love (2004) demonstraram uma relação negativa entre o tamanho da empresa e a performance.

Pervan & Višić (2012) avaliaram o tamanho da empresa e a sua influência na rentabilidade durante o período 2002-2010 e concluíram que o tamanho da empresa estabelece uma influência positiva e estatisticamente significativa na rentabilidade desta. Outras variáveis, como o rácio de rotação do ativo e da dívida também influenciam, de forma estatisticamente significativa, a performance da empresa.

Niresh & Thirunavukkarasu (2014) analisaram 15 empresas cotadas na Bolsa de Valores de Colombo, entre os anos 2008-2012, utilizando a rentabilidade da empresa (ROA e o Lucro Líquido) e o tamanho da empresa (Total do Ativo e Total de Vendas). Os resultados demonstram que não existe uma relação estatisticamente significativa entre o tamanho e a rentabilidade da empresa, além de não apresentar uma forte influência na rentabilidade das empresas industriais cotadas na bolsa do Sri-Lanka, o que se pode dever à separação de propriedade e gestão, à estrutura organizacional inflexível, à tecnologia usada e a mudança na lógica tática das empresas.

Sintetizando, os autores que verificaram a existência de uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a performance foram: Rajan & Zingales (1995); Pedersen & Thomsen (1999); Krivogorsky (2006), Belkhir (2009) e Pervan & Višić (2012).

Os autores que verificaram a existência de uma relação negativa entre o tamanho da empresa e a performance foram: Agrawal & Knoeber (1996); Klapper & Love (2004).

Por sua vez, os autores que verificaram ausência de uma relação estatisticamente significativa entre o tamanho da empresa e a performance foram Niresh & Thirunavukkarasu (2014).

De acordo com a literatura exposta, propomos a nossa terceira hipótese:

- **H3 - Existe uma relação entre o tamanho da empresa e a performance das empresas**

Com esta hipótese pretende-se analisar se o tamanho da empresa estabelece alguma relação com a performance das empresas, nomeadamente se as empresas de maior dimensão têm uma melhor performance.

### **2.6.5. Independência do Conselho de Administração e Performance**

A maioria dos trabalhos que analisam o papel dos conselhos de administração tem procurado determinar o efeito da respetiva composição, número de membros, forma de funcionamento e independência na performance das empresas.

Os estudos de Yermarck (1996) e Agrawal & Knoeber (1996) observaram que as empresas com uma percentagem elevada de administradores independentes podem apresentar uma performance mais fraca. Refira-se que entre as possíveis justificações para esta inesperada relação entre o grau de independência e a performance são de salientar as seguintes: por um lado, alguns administradores classificados como independentes podem, na verdade não o ser, e estarem efetivamente relacionados com a empresa e a sua administração. Por outro, podem dedicar pouco tempo aos assuntos das empresas cujo conselho integram. Além disso, a forma de recompensa pode não ser a mais cativante. Perante o exposto, são vários os critérios utilizados atualmente para identificar o administrador independente. Estes critérios estão relacionados com a dimensão, composição e estrutura de separação de poderes. Assim, se a composição do Conselho de Administração não cumprir com determinados requisitos pode considerar-se que este não desempenha de forma integral as suas funções, conforme exposto por Jensen, (1993). Para o mesmo autor, alguns critérios que permitem reconhecer a

independência dos administradores são: inexistência de relações familiares entre os membros, não-exercício de funções em outros conselhos de administração, inexistência de relação profissional com a empresa em período recente e ter prestígio profissional. O autor afirma que é possível a performance melhorar quando o Conselho de Administração mantém uma dimensão pequena. Defende ainda que quando o Conselho de Administração ultrapassa a dimensão moderada sente dificuldades em desempenhar eficazmente as suas funções, sendo facilmente controlado pelo seu diretor executivo.

Bhagat & Black (1999) analisaram as empresas americanas compostas por conselhos de administração com a maioria de administradores independentes e concluíram que apresentam comportamentos diferentes daquelas que possuem conselhos com uma minoria de administradores independentes. No entanto, esta diferença não leva a concluir que os diretores independentes tomam melhores decisões relativamente aos demais. Os autores sugerem que um Conselho de Administração com um número de administradores independentes de 3 a 5 (num total de 11), e que um número excessivo leva à redução dos lucros da empresa.

Baysinger & Butler (1985), Lawrence & Stapledon (1999) e Bhagat & Black (2000) não apresentam relações estatisticamente significativas entre a composição do Conselho de Administração e a performance das empresas. Bhagat & Black (2001), no seu primeiro estudo abrangente (*long-horizon*) de ampla amostra para verificar se o grau de independência do Conselho de Administração se correlaciona ou não com as várias medidas de desempenho a longo-prazo das grandes empresas americanas, encontraram indícios de que as empresas de baixa rendibilidade aumentam a independência dos seus conselhos de administração. No entanto, não constataram da existência de provas de que essa estratégia funcione. Segundo os autores, as empresas com conselhos mais independentes não apresentam um desempenho melhor que as demais.

No estudo de Chtourou *et al.* (2001) verificou-se a existência de uma relação não estatisticamente significativa entre a independência do Conselho de Administração e o nível de manipulação dos resultados por parte das empresas. Em contrapartida, Baysinger & Butler (1985) observaram que as empresas com maior proporção de administradores independentes no início da década de 70 evidenciaram, em média, uma melhor performance no final dos anos 80. Não obstante, os resultados sugerem que as empresas com melhor performance, muito raramente, apresentaram conselhos de

administração com mais de cinquenta por cento de administradores independentes. Os autores referem que a estrutura onde existem administradores internos, externos e independentes é a mais apropriada de conselhos de administração.

Bhagat & Black (2002) sustentam a ideia de que a independência do Conselho de Administração é um importante instrumento de *corporate governance*. Contudo, ainda não existe unanimidade na literatura sobre o pressuposto de que a independência do Conselho de Administração origina uma performance maior por parte das empresas.

Os estudos que demonstraram uma relação negativa foram os estudos de Cunha & Martins (2007) e de Martins *et al.* (2012). Cunha & Martins (2007) evidenciaram a existência de uma relação estatisticamente significativa entre a independência do Conselho de Administração e a performance das empresas, sendo que as empresas com um número maior de membros independentes no Conselho de Administração apresentaram, em média, um desempenho mais fraco. Martins *et al.* (2012) observaram que, no que respeita ao prazo ideal de gestão dos eleitos para constituir o Conselho de Administração, as empresas que adotam um prazo máximo de três anos tendem a apresentar uma performance reduzida.

Mousavi, Taghados & Ghaedi (2012) e Yasser & Mamun (2012) revelam uma relação positiva entre a quantidade de administradores e a sua independência e a performance da empresa.

Os estudos de Almeida, Klotzle & Pinto (2013) identificaram que as empresas com um Conselho de Administração composto por 5 a 7 ou 9 a 11 membros apresentam uma performance melhor e uma relação positiva entre independência do conselho e performance. Taghizadeh & Saremi (2013) analisaram 150 empresas na Malásia e apontaram que a independência do Conselho de Administração tem uma relação positiva e estatisticamente significativa com a performance organizacional. Idêntica relação foi encontrada por Uadiale (2010) em empresas nigerianas e por Liang, Xu & Jiraporn (2013) nos bancos chineses.

Citando Alves (2014), a teoria da agência sugere que os membros independentes externos do Conselho de Administração podem representar um papel importante de monitores do processo de informação financeira. Consequentemente, os conselhos de administração com um número maior de administradores independentes

tendem para um maior controlo e, como tal, espera-se que insistam numa melhor qualidade de resultados. Alves analisa se a independência do Conselho de Administração melhora a qualidade dos resultados, reduzindo a sua gestão em Portugal, encontrando provas que sustentam que os membros independentes do Conselho de Administração melhoram a qualidade dos resultados, reduzindo a sua gestão para uma amostra de empresas portuguesas cotadas na bolsa. É sugerido que o reforço da independência dos conselhos de administração através da nomeação de membros independentes é um passo positivo no sentido de uma melhoria da qualidade dos resultados.

Tierno (2014), numa amostra de 38 empresas portuguesas, durante os anos 2005 e 2012, concluiu que percentagens mais elevadas de independência nos conselhos de administração evidenciavam maiores níveis de performance, e que a dualidade de funções de CEO e Chairman demonstrava benefícios na performance das empresas. Também no estudo de Campos (2015) foram analisadas 38 empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa e os resultados demonstraram a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis do modelo de *corporate governance*, o número de membros independentes no Conselho de Administração e a performance das empresas.

Para Gaur, Bathula & Singh (2015), a falta de concentração da propriedade origina problemas de agência e uma performance fraca. Contudo, a existência de uma relação positiva de independência do Conselho de Administração na performance da empresa diminui nas empresas com uma concentração de propriedade elevada. Por sua vez, uma concentração de propriedade elevada modera a relação positiva do tamanho do Conselho de Administração e a competência. Os estudos de Silva *et al.* 2006, Prado *et al.* 2009, Michelin & Parbonetti, 2010 e Hsu & Wu, 2013 demonstram também que o número de membros independentes no Conselho de Administração produz efeitos positivos na performance das empresas.

Li, Lu, Mittoo & Zhang (2014) analisaram as empresas chinesas cotadas na bolsa e concluíram que a independência do Conselho de Administração na performance das empresas aumenta à medida que a concentração de propriedade diminui, sucedendo o mesmo inversamente, consoante o tipo de propriedade. Isto significa que as empresas controladas por privados demonstram um Conselho de Administração mais eficaz e

significativo comparativamente às empresas controladas pelo Estado, que demonstram efeitos que não são estatisticamente significativos, quer sejam controladas pelo Estado ou localmente.

Também Wang (2014) analisou as empresas chinesas cotadas na bolsa e concluiu que a independência do Conselho de Administração tem um efeito estatisticamente irrelevante na performance das empresas, assim como as características dos administradores independentes estabelecem um efeito estatisticamente irrelevante na performance das empresas, sugerindo que os gestores independentes podem assumir um papel de funções consultivas mas não um papel de supervisão nas empresas chinesas cotadas na bolsa.

Sintetizando, os autores que verificaram a existência de uma relação positiva entre a independência do Conselho de Administração e a performance foram: Jensen (1993); Silva *et al.* (2006); Prado *et al.* (2009); Michelon & Parbonetti (2010); Uadiale (2010); Mousavi, Taghados & Ghaedi (2012); Yasser & Mamun (2012); Almeida, Klotzle & Pinto (2013); Hsu & Wu (2013); Liang, Xu & Jiraporn (2013); Taghizadeh & Saremi (2013); Li, Lu, Mittoo & Zhang (2014); Tierno (2014), Alves (2014); Campos (2015) e Gaur, Bathula & Singh (2015),

Os autores que verificaram a existência de uma relação negativa entre a independência do Conselho de Administração e a performance foram: Agrawal & Knoeber (1996); Yermarck (1996); Bhagat & Black (1999); Bhagat & Black (2001); Cunha & Martins (2007); Martins *et al.* (2012).

Por sua vez, os autores que verificaram a ausência de uma relação estatisticamente significativa entre a independência do Conselho de Administração e a performance foram: Baysinger & Butler (1985); Lawrence & Stapledon (1999); Bhagat & Black (2000); Chtourou *et al.* (2001); Bhagat & Black (2002) e Wang (2014).

De acordo com a literatura exposta, propomos a nossa quarta hipótese:

- **H4 – A independência do Conselho de Administração influencia a performance das empresas**

Com esta hipótese pretende-se reconhecer de que forma a performance da empresa depende das características da independência do Conselho de Administração,

ou seja, se existe alguma relação entre a Independência do Conselho de Administração e a performance da empresa.

#### **2.6.6. CEO Simultaneamente Acionista e o Impacto na Performance**

O estudo realizado por Jensen & Meckling (1976) evidencia que um nível suficientemente elevado de propriedade da gestão ajuda a alinhar os interesses de gestores e acionistas, resultando numa performance superior, na reivindicação de um gestor sobre os resultados da performance e numa carga nos custos associados ao não valor do aumento do comportamento de maximização com a sua fração de capital social. Isto significa que uma performance elevada pode levar a níveis mais altos de participação privilegiada. Por outro lado, quando os preços das ações são altos em relação às expectativas, existem ganhos imediatos elevados e ganhos futuros esperados baixos. Os *insiders* podem ser mais tentados a vender parte das suas ações numa empresa particular a preços de ações elevados devido ao elevado risco e custo de oportunidade de explorações (Pedersen e Thomsen, 2000). Este argumento indica um efeito negativo de performance na propriedade da gestão.

A literatura oferece duas hipóteses concorrentes relativas à relação entre os *insiders* e os acionistas externos: por um lado, a propriedade da gestão pode ser utilizada para alinhar interesses de gestores e acionistas; no entanto, a relação entre *insiders* e o alinhamento de interesses de acionistas e gestores pode ser não monótona, tal como exposto por Morck, Shleifer & Vishny (1988), Farinha (2003) ou Pindado e de la Torre (2006) uma vez que pode combinar um efeito de convergência em níveis mais baixos de propriedade da gestão com um efeito de entrincheiramento nos níveis mais elevados de propriedade da gestão.

Em contrapartida, para Mehran (1995) e Short & Keasey (1997), quanto maior for a proporção da quantidade de ações possuídas pelos *insiders*, maior será a performance das empresas. Mehran (1995) afirma ainda que as alterações na performance estão significativamente relacionadas com as mudanças na propriedade dos *insiders*, isto é, quanto maior for o aumento de informação dos *insiders*, maior será a melhoria na performance das empresas. Os estudos de Faccio & Lasfer (1999) e Short & Keasey (1999) também observaram que quando a participação dos *insiders* é mais elevada, os interesses dos gestores e acionistas unem-se, levando um aumento na performance das empresas.

Para Baliga *et al.* (1996), as mudanças nos *insiders* não apresentam uma relação significativa com a performance das empresas, pois segundo os autores, existem outros mecanismos de *corporate governance* com uma relação mais significativa na performance das empresas.

Nas empresas japonesas, Chen, Guo & Mande (2003) observaram a propriedade dos *insiders* e a performance das empresas e concluíram que existia uma relação positiva entre as mesmas se forem utilizados como medida de performance o Q de Tobin e informação privilegiada.

No que se refere ao poder de decisão das empresas, os CEO's com maior poder de decisão estão mais associados às variáveis de performance, ou seja, se os *insiders* tiverem uma variação na performance das empresas, então a competição pode excluir um número maior de *insiders* que possuam uma performance baixa (Adams, Almeida & Ferreira, 2005).

Mueller & Spitz-Oener (2006) referem que a propriedade da gestão alinha os objetivos de proprietários e gestores, visto que suportam parte dos custos das suas próprias ações, esperando-se uma relação positiva entre a propriedade da gestão e a performance das empresas. No entanto, os gestores com grandes ações como propriedade podem consolidar-se a si mesmos, ou seja, uma elevada quota de propriedade da gestão torna o controlo da gestão inexecutável para os outros acionistas, bem como ignora os interesses dos acionistas mais pequenos. Quando isto acontece, o efeito de entrenchamento é maior do que o efeito de incentivo, levando a uma baixa performance na propriedade da gestão.

Já em duas regiões da Europa (sul da Europa e Europa central), Lisboa & Esperança (2008) verificaram uma relação positiva entre a performance das empresas e o controlo das empresas pelos proprietários. Verificou-se ainda que a propriedade dos *insiders* é mais relevante no sul da Europa do que na Europa central devido ao sistema jurídico ser mais baixo. Os resultados deste estudo são corroborados no estudo de Morck *et al.* (2000), os quais observaram as empresas japonesas e europeias e mostraram uma relação linear positiva entre a propriedade dos *insiders* e a performance das empresas.

De acordo com Florackis, Kostakis & Ozkan (2009), a existência do efeito de alinhamento da propriedade da gestão situava-se em níveis inferiores a 15%, devido à propriedade da gestão não possuir uma influência forte na performance das empresas nos níveis intermediários e altos. Também para Chen (2014), a influência dos *insiders* não é relevante sobre a performance das 200 melhores empresas cotadas na U.E. Dey, Engel & Liu (2011) avaliaram as empresas que dividiam ou combinavam os cargos durante o período 2001-2009 e descobriram que as empresas que dividem os cargos apresentam retornos baixos bem como uma performance baixa, devido à pressão dos investidores.

Tseng (2011) analisou que as ações dos *insiders* influenciam significativamente a performance das empresas - através de decisões estratégicas, que melhorarão a performance e os interesses das empresas. Contudo, os *insiders* não apostam em estratégias de diversificação de modo a impedir a existência de riscos nos investimentos.

Um estudo realizado por Bos, Pendleton & Toms (2011) teve como objetivo principal identificar a relação entre a propriedade de gestão e a performance nas empresas cotadas na Bolsa de Valores de Londres. Os resultados demonstram uma relação negativa e significativa entre a propriedade da gestão e a performance. Os autores verificaram que pode não ser do interesse dos acionistas compensar os executivos com ações em vez de dinheiro. Uma maior posse de ações por executivos pode levar a mais casos de conflitos acionista-gestor. Os executivos poderiam consolidar ou ampliar ainda mais o seu poder através da procura de proteção contra a demissão através do uso de direitos das minorias ao abrigo do direito das sociedades do Reino Unido.

Sintetizando, os autores que verificaram a existência de uma relação positiva entre o CEO simultaneamente acionista e o impacto na performance foram: Jensen & Meckling (1976); Mehran (1995); Short & Keasey (1997); Faccio & Lasfer (1999); Short & Keasey (1999); Morck *et al.* (2000); Chen, Guo & Mande (2003); Lisboa & Esperança (2008) e Tseng (2011).

Os autores que verificaram a existência de uma relação negativa entre o CEO Simultaneamente Acionista e o impacto na performance foram: Morck, Shleifer & Vishny (1988); Farinha (2003); Short & Keasey (1999); Pedersen e Thomsen (2000);

Adams, Almeida & Ferreira (2005); Mueller & Spitz-Oener (2006); Pindado & de la Torre (2006); Bos, Pendleton & Toms (2011) e Dey, Engel & Liu (2011).

Por sua vez, os autores que verificaram a ausência de uma relação estatisticamente relevante entre o CEO simultaneamente acionista e o impacto na performance foram: Baliga *et al.* (1996); Florackis, Kostakis & Ozkan (2009) e Chen (2014).

De acordo com a literatura exposta, propomos a nossa quinta hipótese:

- **H5 - A existência de *insiders* (CEO simultaneamente acionista) influencia a performance das empresas**

Com esta hipótese, considerando que os gestores profissionais têm como principal responsabilidade acrescentar valor para o acionista, pretende-se apurar se a existência de *insiders* influencia a performance das empresas.

Abaixo é apresentada uma tabela com as posições dos autores no que respeita às variáveis de *corporate governance* associadas à performance das empresas e que também serviram de base para o presente trabalho.

**Tabela 2 – Quadro-síntese dos estudos dos autores sobre as relações entre as variáveis de *corporate governance* e a performance**

Variáveis	Fórmula	Relações		Ausência de relação estatisticamente significativa
		Positivas	Negativas	
Concentração de Propriedade	% Concentração Acionistas	Berle & Means (1932)	Fama & Jensen (1983)	Demsetz & Villalonga (2001)
		Shleifer & Vishny (1986)	Pedersen & Thomsen (1999)	Shleifer & Wolfenzon (2002)
		Agrawal & Mandelkern (1990)	Belghitar, Clark & Kassimatis (2011)	
		Agrawal & Knoeber (1996)	Connelly, Limpaphayom & Nagarajan (2012)	
		La Porta <i>et al</i>		

Variáveis	Fórmula	Relações		Ausência de relação estatisticamente significativa
		Positivas	Negativas	
		(2002)		
		Claessens & Fan (2002)		
		Lins (2003)		
		Ødegaard & Bøhren (2003)		
		Durnev & Kim (2006)		
		Okimura <i>et al.</i> (2007)		
		Alimehmeti & Paletta (2012)		
		Miralles-Marcelo, Miralles-Quirós & Lisboa (2013)		
		Oluwagbemi g, Michael & Zaccheaus (2014)		
		Zakaria, Purhanudin & Palanimally (2014)		
Investimento	$QTobin = (\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios} + \text{Dívida}) / \text{Ativo Total Líquido}$	Black, Jang & Kim (2006)	Fairfield, Whisenant & Yohn (2003)	
		Hamadi & Heinen (2015)	Titman, Wei & Xie (2004)	
			Li (2004)	
			Fama & French (2006)	
			Lyandres, Sun & Zhang (2008)	
Tamanho da Empresa	$\ln(\text{Ativo Total Líquido})$	Rajan & Zingales (1995)	Agrawal & Knoeber (1996)	Niresh &

Variáveis	Fórmula	Relações		Ausência de relação estatisticamente significativa
		Positivas	Negativas	
				Thirunavukkarasu (2014).
		Pedersen & Thomsen (1999)	Klapper & Love (2004)	
		Krivogorsky (2006)		
		Belkhir (2009)		
		Pervan & Višić (2012)		
Independência do Conselho de Administração	Nº de Administradores Independentes / Nº Total de Administradores	Jensen (1993)	Agrawal & Knoeber (1996)	Baysinger & Butler (1985)
		Silva <i>et al.</i> (2006)	Yermack (1996)	Lawrence & Stapledon (1999)
		Prado <i>et al.</i> (2009)	Bhagat & Black (1999)	Bhagat & Black (2000); Chtourou <i>et al.</i> (2001)
		Michelon & Parbonetti (2010)	Bhagat & Black (2001)	Bhagat & Black (2002)
		Uadiale (2010)	Cunha & Martins (2007)	Wang (2014)
		Mousavi, Taghados & Ghaedi (2012)	Martins <i>et al.</i> (2012)	
		Yasser & Mamun (2012)		
		Almeida, Klotzle & Pinto (2013)		
		Hsu & Wu (2013)		
		Liang, Xu & Jiraporn (2013)		
		Taghizadeh		

Variáveis	Fórmula	Relações		Ausência de relação estatisticamente significativa
		Positivas	Negativas	
		& Saremi (2013)		
		Li, Lu, Mittoo & Zhang (2014)		
		Tierno (2014)		
		Alves (2014);		
		Campos (2015)		
		Gaur, Bathula & Singh (2015)		
CEO Simultaneamente Acionista	1 - Se CEO Simultaneamente Acionista 0 - Se CEO Não Simultaneamente Acionista	Jensen & Meckling (1976)	Morck, Shleifer & Vishny (1988)	Baliga <i>et al.</i> (1996)
		Mehran (1995)	McConnell & Servaes (1990)	Florackis, Kostakis & Ozkan (2009)
		Short & Keasey (1997)	Short & Keasey (1999)	Chen (2014)
		Faccio & Lasfer (1999)	Pedersen e Thomsen (2000)	
		Short & Keasey (1999)	Farinha (2003)	
		Morck <i>et al.</i> (2000)	Adams, Almeida & Ferreira (2005)	
		Chen, Guo & Mande (2003)	Mueller & Spitz-Oener (2006)	
		Lisboa & Esperança (2008)	Pindado & de la Torre (2006)	
		Tseng (2011)	Bos, Pendleton & Toms (2011)	
			Dey, Engel & Liu (2011)	

### 3. Metodologia de Investigação

Neste capítulo será feita uma análise empírica acerca da influência das características de *corporate governance* na performance das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, fazendo-se uma descrição da amostra, das variáveis em análise e da metodologia utilizada.

#### 3.1 Amostra Estatística e Variáveis

As fontes de informação utilizadas no presente trabalho para a construção da base de dados foram a SABI<sup>33</sup> e o Relatório do Governo das Sociedades. Da primeira foram retirados dados para as variáveis de performance e para as características da empresa. O segundo foi utilizado para obter informações sobre a composição do Conselho de Administração das empresas em análise. Foram retiradas 9 empresas das 56 pertencentes à *Euronext Lisbon*, entre o período de 2008 e 2014, devido à carência de dados completos para a nossa análise. Assim, a amostra é composta por 329 observações, obtida de 47 empresas e por um período de sete anos.

#### 3.2 Variáveis a Incluir no Modelo

Pela revisão da literatura considerou-se as variáveis de *corporate governance* estudadas no ponto 2.6 e seguintes como suficientes para avaliar a influência do *corporate governance* na performance das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* em Portugal. Estas variáveis foram a concentração de propriedade, o investimento, tamanho, a independência do Conselho de Administração e CEO simultaneamente acionista, tendo sido incluídas no modelo que foi objeto do presente estudo e que se encontram explicitadas a seguir.

- Variável dependente

- A variável dependente ou explicativa que mede a performance das empresas é a rendibilidade operacional dos ativos (Silveira, (2002); Silva, Rodrigues & Duenas, 2012)). Quanto maior o valor do indicador, maior a propensão para o investimento gerar resultados e melhor a performance da empresa.

---

<sup>33</sup> A SABI representa a base de dados de análise financeira de empresas portuguesas e espanholas com um histórico de contas anuais até 25 anos.

$$\text{Rendibilidade Operacional do Ativo} = \text{Resultado Operacional} / \text{Ativo Total}$$

Fonte: Silveira, 2002

- Variáveis independentes

As características do *corporate governance* estudadas são consideradas como variáveis independentes no presente estudo, sendo elas:

- Concentração de propriedade, que é medida pelo total da percentagem de participação de todos os acionistas (Demsetz & Villalonga, 2001). Permite verificar se as empresas com maior concentração de propriedade nas mãos dos maiores acionistas influenciam a performance.
- Investimento, representado pelo Q de Tobin, mede a razão entre o valor de mercado dos ativos das empresas e o seu valor a custo de reposição (Tobin, 1969).

$$QTobin = (\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios} + \text{Dívida}) / \text{Ativo Total}$$

Fonte: Villalonga, 2001

- Tamanho, representa o tamanho da empresa e é medido pelo total de ativos. Permite identificar de que forma o tamanho da empresa pode influenciar a performance.
- Independência do Conselho de Administração, reconhecendo de que forma a performance da empresa depende desta variável.

$$\text{Independência do Conselho de Administração} = \frac{\text{Proporção de Membros Independentes}}{\text{Total do Conselho de Administração}}$$

Fonte: Bhagat & Black, 2000; Silveira, 2002

- CEO simultaneamente acionista, que pretende apurar se a existência de *insiders* influencia a performance da empresa.

### 3.2.1. Modelo Empírico

Tendo por base o objetivo do presente trabalho, proceder-se-á a várias estimações econométricas a fim de analisar o efeito da alteração de algumas variáveis na rendibilidade dos ativos. Para testar as hipóteses formuladas no ponto 2, foi adotado um modelo linear, cujos parâmetros se estimaram através do *software* econométrico GRETL (*Gnu Regression, Econometric and Time-series Library*) (Cottrel e Lucchetti, 2010).

Será usado o modelo com dados em painel, por parecer o mais adequado. Este permite analisar, em conjunto, dados temporais e seccionais. Poderemos, assim, examinar em simultâneo variações das variáveis, por um determinado período de tempo e entre diferentes empresas. A informação torna-se mais rica e diversificada.

Existem outras vantagens na utilização deste modelo para além da diversificação da informação. Entre estas, pode-se destacar (Soukiazis, 2008):

- O facto de reduzir o risco de multicolinearidade. Os dados entre empresas diferentes apresentam estruturas distintas;
- Aplicando o método adequado, verifica-se um aumento da eficiência e da estabilidade dos estimadores;
- As inferências estatísticas são mais credíveis porque aumentam os graus de liberdade dos estimadores. No caso particular deste estudo, o número total de observações corresponde a  $T \times n = 7 \times 47 = 329$ , onde  $T$  é o número de períodos analisados (observados 7 anos) e  $n$  o número de empresas;

Tendo-se optado por utilizar um modelo com dados em painel, deverá agora seleccionar-se o tipo de modelo a utilizar. A escolha entre o modelo *pooled*, o modelo com efeitos fixos e o modelo com efeitos aleatórios foi feita tendo por base alguns testes de hipóteses (teste F e teste de Hausman). As características destes tipos de modelos são as seguintes:

- Modelo *pooled*: este modelo tem como hipótese a homogeneidade entre empresas e representa-se da seguinte forma:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

$k$  corresponde ao número de variáveis explicativas;

$i$  refere-se ao número de indivíduos;

$t$  corresponde ao número de períodos analisados;

Após a estimação do modelo é possível analisá-lo através de vários testes:

- 1) Heterocedasticidade: estamos na presença de heterocedasticidade quando a variância do termo de erro não é constante para todas as observações,  $\text{var}(\varepsilon_t) = \sigma_t^2$ . Neste caso, o estimador dos mínimos quadrados deixa de ser eficiente<sup>34</sup>, o que afeta também a validade dos testes de hipóteses e dos intervalos de confiança. Temos vários métodos para averiguar a existência de heterocedasticidade; o teste efetuado é o teste de White, assumindo as hipóteses seguintes:

H<sub>0</sub>: existência de homocedasticidade (variância do termo de erro constante)

H<sub>A</sub>: existência de heterocedasticidade (variância do termo de erro não constante)

Se  $p\text{-value} > 0.05$  aceita-se a hipótese nula

- 2) Teste de Chow ou da estabilidade do modelo: o teste de Chow permite-nos verificar se existe estabilidade no modelo estimado ou, se pelo contrário, existem alterações ao longo do período analisado. Para isso, o período de observações tem de ser dividido em 2 subperíodos (T1 e T2). As hipóteses deste teste são seguintes:

H<sub>0</sub>: esta hipótese traduz a estabilidade do modelo

H<sub>A</sub>: instabilidade do modelo

Se  $p\text{-value} > 0.05$  aceita-se a hipótese nula

- 3) Teste RESET: o Teste RESET de Ramsey é o mais conhecido para verificar erros de especificações em modelos. Pode ocorrer por omissão de variável relevante, inclusão de variável irrelevante, adoção de forma funcional errada ou erros de medida. Este teste apresenta as seguintes hipóteses:

H<sub>0</sub>: a especificação é adequada

H<sub>A</sub>: a especificação não é adequada

Se  $p\text{-value} > 0.05$  aceita-se a hipótese nula

---

<sup>34</sup> Um estimador eficiente é aquele que de entre os estimadores não enviesados que apresentam a menor variância.

- Modelo com efeitos fixos: assume que a diferença entre empresas se capta numa parte constante, ou seja, observam-se características distintas entre empresas:

$$Y_{it} = \beta_i + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

Após esta estimação é feito ainda um teste de *Wald* com o intuito de perceber a heterocedasticidade. São utilizadas as seguintes hipóteses:

H<sub>0</sub>: As unidades têm a mesma variância de erro

H<sub>A</sub>: As unidades não têm a mesma variância de erro

Se *p-value* > 0.05 aceita-se a hipótese nula; caso contrário, é necessário estimar o modelo com erros padrão robustos em relação à heterocedasticidade que, segundo Wooldridge (2006), permitem uma correta inferência dos estimadores na presença deste fenómeno.

- Modelo com efeitos aleatórios: admite que existem diferenças entre empresas, mas estas não são observáveis, ou seja, existe um parâmetro aleatório, portanto, incluído no termo de erro. Este apresenta-se da seguinte forma:

$$Y_{it} = (\beta_0 + v_i) + \beta_k X_{kit} + \varepsilon_{it} = \beta_0 + \beta_k X_{kit} + (v_i + \varepsilon_{it}) = \beta_0 + \beta_k X_{kit} + w_{it}, \quad \text{com}$$

$$w_{it} = v_i + \varepsilon_{it}$$

O modelo geral de regressão estático, com dados em painel, com as variáveis em análise, é representado da seguinte forma:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Own_{it} + \beta_2 QTobin_{it} + \beta_3 \log(Size_{it}) + \beta_4 Board_{it} + \beta_5 CEO_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

- $ROA_{it}$  é a variável dependente ou explicativa que compreende a performance das empresas. É a medida de desempenho para a empresa *i* no período *t*, ou seja, o retorno sobre os ativos (ROA) (Silveira, (2002); Silva, Rodrigues & Duenas, 2012)). A  $ROA_{it}$  permite analisar a rendibilidade do ativo;
- $\beta_0$ : representa a constante do modelo no caso de ser modelo *pooled*. Assume-se outras formas consoante o modelo a selecionar (modelo de efeitos fixos ou modelo de efeitos aleatórios);

- $\beta_1$  a  $\beta_5$ : são os coeficientes das variáveis a estimar;
- $Own_{it}$ : representa a concentração de propriedade e é medida pelo total da percentagem de participação de todos os acionistas (Demsetz & Villalonga, 2001);
- $QTobin_{it}$ : representa o investimento, medindo a razão entre o valor de mercado dos ativos das empresas e o seu valor a custo de reposição (Tobin, 1969). O Q de Tobin é utilizado como uma medida de boa gestão porque a existência de um Q de Tobin elevado sugere que os gestores da empresa produziram um valor de mercado maior a partir dos mesmos ativos;
- $\log(Size_{it})$ : representa o tamanho da empresa e é medida pelo total de ativos, tendo sido logaritmicada no modelo;
- $Board_{it}$ : corresponde ao Conselho de Administração e é medido através de uma variável binária calculando a proporção de membros independentes no Conselho de Administração (Beasley, 1996), assumindo o valor 1 quando a proporção de membros independentes é superior a 50% do total do Conselho de Administração e 0 quando esta proporção é inferior a 50%;
- $CEO_{it}$ : representa o CEO simultaneamente acionista e é medido igualmente por uma variável binária, ou seja, assume o valor 1 quando o CEO é acionista e o valor 0 quando o CEO não é acionista (O'Sullivan, 2000);
- $\varepsilon_{it}$  é o termo aleatório de erro;
- $i$  refere-se a cada uma das empresas (47 no total);
- $t$  compreende o número de anos analisados (7 períodos).

De seguida detalham-se os testes de seleção do modelo que foram adotados:

i) O Teste F (efeitos fixos versus *pooled*)

O teste F pode ser aplicado para decidir “*to pool or not to pool*”, ou seja, homogeneizar a parte fixa da estimação para todas as empresas, ou não.

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_N$  (constante comum - *pool*, *OLS*), homogeneidade na constante, em que N corresponde ao número de empresas

$H_A : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \dots \neq \beta_N$  (efeitos fixos, *LSDV*), heterogeneidade na constante

O critério de seleção é o seguinte: se  $F_{stat} > F_{crítico}$  rejeita-se o modelo com constante comum. O modelo com efeitos fixos é nesse caso o mais adequado. Outra forma de selecionar é pelo *p-value*, se este é menor que 0.05, rejeita-se a hipótese nula e aceita-se a heterogeneidade das empresas na parte constante.

ii) O Teste Breush-Pagan (efeitos aleatórios versus *pooled*)

O teste de Breush-Pagan é utilizado para decidir o modelo mais adequado, de entre o modelo *pooled* e o modelo de efeitos aleatórios.

$H_0 : \sigma_v^2 = 0$  (constante comum - *pooled OLS*);

$H_1 : \sigma_v^2 \neq 0$  (efeitos aleatórios - *GLS*).

Neste caso, se o *p-value* for menor que 0.05, rejeita-se a hipótese nula e aceita-se o modelo de efeitos aleatórios.

iii) Teste de Hausman (efeitos fixos versus efeitos aleatórios)

O teste de Hausman é utilizado para decidir qual dos modelos é o mais apropriado: o modelo de efeitos aleatórios ( $H_0$ ) ou o modelo de efeitos fixos ( $H_A$ ).

$H_0 : Cov(\beta_i, X_{it}) = 0$  (efeitos aleatórios, *GLS*)

$H_A : Cov(\beta_i, X_{it}) \neq 0$  (efeitos fixos, *LSDV*)

O critério de seleção é o seguinte: se o *p-value* é menor que 0.05, rejeita-se o modelo com efeitos aleatórios. O modelo com efeitos fixos é, nesse caso, o mais apropriado.

Após a seleção do modelo de dados em painel (*pooled*, modelo de efeitos fixos ou aleatórios, é decidido desfasar as variáveis por um período, de forma a perceber se a inclusão destas variáveis desfasadas faz melhorar a qualidade deste. Por outras palavras, pretende-se verificar se a variável dependente do período corrente também é explicada

por variações de variáveis do período anterior (ano anterior), uma vez que as reações raramente são instantâneas, têm um certo lapso de tempo.

Deste modo é analisado outro modelo, com variáveis desfasadas um período, sendo representado da seguinte forma:

$$ROA_{it} = \beta_i + \left( \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 Own_{it} + \beta_3 Own_{it-1} + \beta_4 QTobin_{it} + \beta_5 QTobin_{it-1} + \beta_6 \log(Size_{it}) + \beta_7 \log(Size_{it-1}) \right) + \beta_8 Board_{it} + \beta_{10} CEO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

- $ROA_{it-1}, Own_{it-1}, QTobin_{it-1}, \log(Size_{it-1})$  representam as variáveis acima descritas relativas ao período anterior, em que a primeira é a variável endógena desfasada um período e as restantes são variáveis exógenas desfasadas também um período.

## 4. Resultados

De seguida analisa-se a estatística descritiva dos resultados das variáveis começando com os resultados da variável dependente  $ROA_{it}$ , como se pode verificar na Tabela 3:

**Tabela 3 – Estatística Descritiva dos Resultados da Variável Dependente  $ROA_{it}$**

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
$ROA_{it}$	-0,23789	0,828	-57,075	39,956	11,4953

A performance das empresas apresenta valores médios próximos de zero, embora com uma tendência negativa (existem algumas empresas com o  $ROA_{it}$  iguais a zero), levando a acreditar na capacidade reduzida dos ativos dessas empresas em gerar resultados. Posteriormente iremos analisar os resultados das variáveis independentes ou explicativas envolvidas no modelo, como se pode analisar na Tabela 4:

**Tabela 4 – Estatísticas Descritivas dos Resultados das Variáveis Independentes**

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
$Own_{it}$	72,931	79,84	0	100	27,845
$QTobin_{it}$	1,06252	0,873452	0	7,32198	0,844088
$\log(Size_{it})$	12,5955	12,3424	8,66056	16,8713	1,84656
$Board_{it}$	-	0	0	1	-
$CEO_{it}$	-	0	0	1	-

Estatísticas Descritivas, usando as observações 1:1 - 47:7 para as variáveis explicativas ou regressores (329 observações válidas).

Analisando a variável  $Own_{it}$ , verifica-se que o respetivo valor varia de 0% a 100%, com um valor médio de cerca de 72.9%. Metade das empresas varia entre 79.84% e 100%.

Relativamente à variável  $QTobin_{it}$ , verificamos que as empresas evidenciam valores entre 0 e 7.3, dentro das quais metade regista valores entre 0 e 1.06.

A variável explicativa  $Size_{it}$  apresenta valores entre 8.6 e 16.8, com um valor médio de 12.59.

Os CEO que são simultaneamente acionistas representam cerca de 36.2% das empresas, de acordo com a Tabela 5:

**Tabela 5 - CEO Simultaneamente Acionista**

	Frequência	Porcentagem
Não	210	63,8
Sim	119	36,2
Total	329	100

Em relação à variável  $Board_{it}$ , verificamos que existe independência do Conselho de Administração em apenas 10.6% das observações, tal como demonstrado na Tabela 6.

**Tabela 6 - Independência do Conselho de Administração**

	Frequência	Porcentagem
Não	294	89,4
Sim	35	10,6
Total	329	100

Dos resultados apurados ao modelo estático, verificou-se que aquele que mais se adequa para explicar as alterações da performance das empresas é o modelo com efeitos fixos. Isto significa que as diferenças entre empresas são observáveis e encontram-se na parte constante.

A Tabela 7 compara os resultados das estimações para os três modelos

**Tabela 7 - Comparação dos Resultados dos Três Modelos**

	<i>Pooled OLS</i>	<i>Modelo Efeitos Aleatórios</i>	<i>Modelo de Efeitos Fixos</i>
$ROA_{it}$			
const	-30,6455 ***	-36,8139 ***	-146,059 ***
$Own_{it}$	0,044452 **	0,0331125	0,0239454
$QTobin_{it}$	1,41179 *	0,330238	-0,963473
$\log(Size_{it})$	1,96931 ***	2,59689 ***	11,5198 ***
$Board_{it}$	-1,63405	-2,78854	
$CEO_{it}$	2,86128 *	3,86412	

Pelos testes efetuados ao modelo *pooled*, apesar de a especificação ser adequada, apresenta heterocedasticidade (Teste White) e o modelo não é estável (Teste Chow).

Pelos testes de diagnóstico efetuados, conclui-se que o modelo com efeitos fixos é o mais adequado. A variável endógena é explicada apenas pela  $Size_{it}$  e pela parte constante, pois são as únicas que apresentam significância estatística.

Retirando as variáveis que não são estatisticamente significativas, chega-se ao modelo final (Anexo 1 – Modelo 1 de Efeitos Fixos) em que a variável endógena apenas depende da parte constante e da variável  $Size_{it}$ , como se apresenta a seguir:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \log(Size_{it}) \quad (3)$$

Utilizaram-se erros padrão robustos em relação à heterocedasticidade para permitir uma correta inferência dos estimadores na presença deste fenómeno.

Conclui-se, assim, que existe uma relação positiva estatisticamente significativa entre o tamanho da empresa e a variável dependente. Por outras palavras, um aumento do tamanho da empresa leva a um aumento da performance das empresas. Esta conclusão corrobora os resultados dos estudos de Rajan & Zingales (1995), Pedersen & Thomsen (1999), Krivogorsky (2006) e Belkhir (2009), uma vez que demonstra que o tamanho das empresas estabelece um efeito positivo na sua performance, ao trazer economias de escala, sinergias, diminuição de custos de produção e de distribuição e fornece um maior poder de mercado.

Tendo ainda em conta o Modelo 1 de Efeitos Fixos podemos analisar de forma mais detalhada outros resultados, por exemplo o coeficiente de determinação  $R^2$ . Estima-se que, em média, 47.83% da variação do  $ROA_{it}$ , em torno da sua média amostral, consegue ser explicada pelo modelo, cabendo apenas o restante da variação da explicação aos resíduos. Na realidade, o que acontece frequentemente em várias relações económicas é que a variável dependente não reage imediatamente às alterações das variáveis independentes, mas sim com um intervalo de tempo. Por esta razão, é testado novamente o modelo de efeitos fixos, com todas as variáveis do período corrente ( $t$ ) e do período anterior ( $t-1$ ), de acordo com o modelo (2):

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTobin_{it} + \beta_2 QTobin_{it-1} + \beta_3 \log(Size_{it}) \quad (4)$$

A Tabela 8 apresenta os resultados do modelo de efeitos fixos final.

**Tabela 8 – Resultados do Modelo de Efeitos Fixos Final**

	<i>Modelo de Efeitos Fixos</i>	
$ROA_{it}$		
const	-163,371	***
$QTobin_{it}$	-3,58295	*
$QTobin_{it-1}$	4,58696	***
$\log(Size_{it})$	12,8746	***

Da sua estimação, que pode ser analisada no Modelo de Efeitos Fixos Final concluiu-se que o tamanho da empresa, o investimento no período corrente e no período anterior influenciam a performance das empresas. Eliminando as variáveis que não são estatisticamente significativas, chegou-se ao modelo final (Modelo 2 de Efeitos Fixos).

Apesar de o número de observações e, consequentemente, os graus de liberdade terem diminuído com este modelo, com a inclusão desta variável desfasada conseguiu-se chegar a um modelo mais satisfatório, pois o coeficiente de determinação  $R^2$  aumentou. Com este modelo, estima-se que, em média, 53.18% da variação do  $ROA_{it}$ , em torno da sua média amostral, consegue ser explicada pelo modelo, cabendo apenas o restante da variação da explicação aos resíduos.

Apesar de haver autocorrelação positiva dos erros<sup>35</sup>, esta é baixa e menor do que a existente no modelo anterior obtido, relacionado à estimação da equação do modelo de efeitos fixos final dinâmico.

Podemos concluir que o tamanho da empresa no período corrente e o investimento no período anterior influenciam positivamente a performance das empresas, pois têm uma relação positiva e estatisticamente significativa na variável endógena. Por outro lado, o investimento efetuado no período corrente leva a uma diminuição da performance das empresas.

Quanto à variável investimento pode concluir-se que apenas exerce um efeito positivo na performance das empresas no ano seguinte à sua realização, pois no ano corrente tem um efeito oposto. Tendo em conta que o coeficiente estimado do investimento  $(|\beta_2| = 4.58) > (|\beta_1| = 3.58)$ , conclui-se que apesar do investimento no

<sup>35</sup> Existe autocorrelação quando o termo de erro do período corrente está correlacionado com o termos de erro de um ou mais períodos anteriores, como se pode verificar no teste de *Durbin-Watson*.

momento inicial influenciar negativamente o  $ROA_{it}$ , no período seguinte a sua influência é positiva e tende a superar a influência negativa do período anterior.

Por todos estes motivos se conclui que o modelo que melhor explica as variações da variável dependente é o último modelo estimado e que considerando um desfasamento temporal o tamanho da empresa e o nível de investimento exercem uma relação positiva estatisticamente significativa na performance. A primeira variável produz efeitos imediatos, enquanto a segunda reage com um lapso de tempo.

Esta conclusão corrobora os resultados dos autores Black, Jang & Kim (2006) e Hamadi & Heinen (2015), que verificaram a existência de uma relação positiva entre o investimento e a performance.

Portanto, de uma forma sucinta, de acordo com as hipóteses formuladas acima e considerando os resultados obtidos, conclui-se que foi possível verificar uma relação não estatisticamente significativa entre a concentração de propriedade e a performance. Embora o coeficiente de regressão da  $Own_{it}$  seja positivo, não é estatisticamente significativo. Deste modo, não se corrobora a hipótese nº1, indo assim de encontro aos estudos de Demsetz & Villalonga (2001) e Shleifer & Wolfenzon (2002).

Verificou-se que a variável  $QTobin_{it}$  tem uma influência estatisticamente significativa no  $ROA_{it}$ . O seu coeficiente é negativo no ano corrente, tornando-se positivo num desfasamento temporal. Analisando o valor dos coeficientes da variável do período corrente e do anterior, podemos concluir que, num desfasamento temporal, quanto maior o nível de investimento maior a performance. Assim, confirma-se a hipótese nº 2, concordante com os estudos de Black, Jang & Kim (2006) e Hamadi & Heinen (2015).

A variável  $Size_{it}$  também é estatisticamente significativa. O seu coeficiente é positivo e estatisticamente significativo. Conclui-se que quanto maior for o tamanho da empresa, maior a performance desta. Confirma-se a hipótese nº 3, que corrobora os estudos de Rajan & Zingales (1995), Pedersen & Thomsen (1999), Krivogorsky (2006), Belkhir (2009) e Pervan & Višić (2012).

Quanto à variável  $Board_{it}$ , o seu coeficiente não é estatisticamente significativo, pelo que não se pode corroborar a hipótese nº 4, indo assim de encontro aos estudos de Baysinger & Butler (1985), Lawrence & Stapledon (1999), Bhagat & Black (2000), Chtourou *et al.* (2001), Bhagat & Black (2002) e Wang (2014).

Em relação à variável  $CEO_{it}$ , o seu coeficiente não é estatisticamente significativo, pelo que não se confirma a hipótese nº 5, concordante com os estudos de Baliga *et al.* (1996); Florackis, Kostakis & Ozkan (2009) e Chen (2014).

## 5. Conclusões

O objetivo principal da presente investigação prendeu-se com análise da influência de algumas características de *corporate governance* na performance das empresas. Para o efeito, foi utilizada uma metodologia quantitativa de natureza exploratória e correlacional com base no estudo de empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Para satisfazer os objetivos previamente definidos, foi proposto um conjunto de hipóteses, que após análise estatística, identificaram a relevância dos problemas de agência na análise e embora não tenha havido ou verificado a influência que se esperava entre as características de *corporate governance* e a performance das empresas cotadas no mercado português no período 2008 - 2014, concluindo-se depois de testados os nossos modelos, existe uma relação estatisticamente significativa no tamanho da empresa, sendo a relação entre o tamanho da empresa e a performance positiva e estatisticamente significativa. Por outras palavras, um aumento do tamanho da empresa leva a um aumento da performance desta. Verificou-se ainda que a relação entre o nível de investimento e a performance é negativa no período corrente, ou seja, um aumento do nível de investimento do período corrente leva a uma diminuição da performance no mesmo período. No entanto, considerando um desfasamento temporal, verificou-se que o nível de investimento influencia positivamente a performance, pois apesar de o investimento influenciar negativamente a performance no momento inicial, no período seguinte a sua influência é positiva e tende a superar a influência negativa do período anterior. Quanto às variáveis concentração de propriedade, independência do Conselho de Administração e CEO simultaneamente acionista, não se verificaram relações estatisticamente significativas. De acordo com o exposto, contrariamente ao esperado, não se verificou evidência de relação entre as características de *corporate governance* estudadas ao longo deste trabalho e a performance.

Este trabalho é apenas um modesto contributo para abordar um tema que além de vasto, requer uma maior amplitude.

Devido à natureza de estimação dos dados em painel, poderá haver um enviesamento nos resultados da estimação em virtude da seleção das empresas ter sido feita por aquelas que apresentavam mais dados a fim de os resultados serem os mais reais possíveis.

Pela bibliografia consultada, considerou-se inicialmente que as variáveis encontradas eram suficientes para efetuar a estimação. No entanto, ao longo da realização do presente estudo, verificaram-se algumas limitações que se prendem, essencialmente, com a reduzida dimensão da amostra, o que leva à utilização de técnicas estatísticas não tão robustas.

Contudo, se o tamanho da amostra constitui uma limitação apresenta-se, também, como sugestão para o desenvolvimento de investigações futuras. Poder-se-ia testar o modelo com uma amostra mais representativa, incluindo mais países e mais variáveis, tais como: concentração de propriedade por parte do maior acionista; tamanho do Conselho de Administração; existência de mulheres no Conselho de Administração; cargos de Presidente do Conselho Administração e CEO ocupados por pessoas diferentes, dualidade do CEO e construção de um Índice de *Corporate Governance* que mensure a qualidade do *corporate governance*. Sugere-se ainda a utilização de outros métodos estatísticos, capazes de conferir maior robustez à análise. Desta forma era possível confirmar se a inclusão de mais variáveis e mais países, como por exemplo a zona Euro, tornaria o modelo ainda mais satisfatório. Esta situação pode ser testada em investigações futuras.

## 6. Referências Bibliográficas

Acharya, V. & Kehoe, C. (2008). *Corporate governance and value creation: Evidence from private equity*. Working Paper acedido em 24/02/2016 em <[http://facultyresearch.london.edu/docs/Acharya\\_Kehoe.pdf](http://facultyresearch.london.edu/docs/Acharya_Kehoe.pdf)>.

Adams, R., Almeida, H. & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18 (4): 1403-1432.

Adams, R., Hermalin, B. & Weisbach, M. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework & survey. *Journal of Economic Literature*, 48 (1): 58-107.

Agrawal, A. & Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31: 377-397.

Agrawal, A. & Mandelker, G. (1990). Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25: 143–161.

Ahmed, A. & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Social Science Research Network*. Acedido em 24/02/2016 em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=887301](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887301)>.

Alimehmeti, G. & Paletta, A. (2012). *Ownership concentration and effects over firm performance: Evidences from Italy*. Acedido em 03/04/2015, em <<http://eujournal.org/index.php/esj/article/view/418/566>>.

Allen, F. & Zhao, M. (2007). *The corporate governance Model of Japan: Shareholders are not ruler*. University of Pennsylvania. Working Paper.

Almeida, F., Almeida, L. & Ness Jr, W. (2002). A governança corporativa no setor de telecomunicações brasileiro. In *Encontro Brasileiro de Finanças IBEMEC*, 2°. Rio de Janeiro: IBEMEC.

Almeida, R., Klotzle, M. & Pinto, A. (2013). Composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil. *Revista de Administração da UNIMEP*, 11 (1): 156-180.

Alves, C. & Mendes, V. (2001). *As recomendações da CMVM relativas ao Corporate Governance e a performance das sociedades*, acedido em 03/04/2015, em <<https://www.google.pt/#q=recomenda%C3%A7%C3%B5es+cmvm+corporate+governance>>.

Alves, Sandra (2014), The Effect of Board Independence on the Earnings Quality: Evidence from Portuguese Listed Companies, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 8, Issue 3, Article 3.

- Amihud, Y. & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *Bell Journal of Economics*, 12: 605-617.
- Anderson, R., Mansi, S. & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, 37 (3): 315-342.
- Andrade, L., Salazar, G., Calegário, C. & Silva, S. (2009). Governança corporativa: Uma análise da relação do Conselho de Administração com o valor de mercado e desempenho das empresas Brasileiras. *RAM, Rev. Adm. Mackenzie*, 10 (4).
- Armstrong, C., Guay, W. & Weber, J. (2010). *The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting*. Working Paper, University of Pennsylvania and Massachusetts Institute of Technology.
- Baliga, B. & Moyer, R. (1996). CEO Duality and Firm Performance: What's the fuss? *Strategic Management Journal*, 17: 41-43.
- Batista, C. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*. Tese de Mestrado em Finanças da Faculdade de Economia do Porto.
- Baysinger, B. & Butler, H. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1: 101-124.
- Baysinger, B., Kosnik, R. & Turk, T. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34: 205-214.
- Beasley, M. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71 (4): 443-465.
- Becht, M. & Mayer, C. (2001). The control of corporate Europe. In F. Barca and M. Becht (Eds), *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press.
- Belghitar, Y., Clark, E. & Kassimatis, K. (2011). Managerial ownership and firm performance: A reexamination using marginal conditional stochastic dominance. *European Financial Management Association*.
- Belkhir, M. (2009). Board of directors' size and performance in the banking industry. *International Journal of Managerial Finance*, 5 (1): 201-221.
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan.
- Bhagat, S. & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54: 921-963.

Bhagat, S. & Black, B. (2000). *Board independence and long term firm performance*. New York, Columbia Law School. Working paper nº 143.

Bhagat, S. & Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27: 231-274.

Bhagat, S. & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27: 231-273.

Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance: *Journal of Corporate Finance*, 14 (3): 257-273.

Bianchi, M. & Casavola, P. (1995). *Piercing the corporate veil: Truth and appearance in Italian Listed Pyramidal groups*. Working Paper Banca d'Italia.

Black, B., Jang, H. & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization*, 22: 366-413.

Boone, C., Carroll, G. & Witteloostuijn, A. (2004). Size, differentiation and the performance of Dutch daily newspapers. *Industrial and Corporate Change*, 13 (1): 117-148.

Bos, S.; Pendeton, A. & Toms, S. (2011). *Governance thresholds, managerial ownership and corporate performance: Evidence from the U.K.* University of York The York Management School Working Paper Nº 58: 1743-4041.

Brown, L. D.; Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 25, p. 409-434.

Bushman, R. & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. In *JAE Rochester Conference*. Acedido em [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=253302](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=253302).

Camara, P. (2001). O Governo das sociedades em Portugal: Uma introdução. *Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários*, 12: 45-55.

Campos, L. (2015). Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: Evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal. Dissertação de Mestrado. Instituto Politécnico de Bragança.

Carvalho, A. (2003). *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. São Paulo: Bovespa.

Charkham, J. (1994). *Keeping good company: A study of corporate governance in five countries*. New York: Oxford University Press.

Chen, C., Guo, W. & Mande, V. (2003). Managerial ownership and firm valuation: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal* 11 (3): 267-283.

Chen, H. (2014). *CEO duality and firm performance: an empirical study of EU listed firms*. 3rd IBA Bachelor Thesis Conference, The Netherland. University of Twente, Faculty of Management and Governance.

Cho, M. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47: 103-121.

Chtourou, S., Bedard, J. & Courteau, L. (2001). *Corporate Governance and earnings management*. Working Paper, <[http://ssrn.com/abstract\\_id=275053](http://ssrn.com/abstract_id=275053)>, acedido em 19/07/2015.

Claessens, S. & Fan, J. (2002). Corporate governance in Asia: A survey. *International Review of Finance*, 3: 71-103.

Coles, J., Daniel, N. & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87: 329-356.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). (1999). *Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas*. Lisboa.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). (2002). *Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas*. Lisboa.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). (2005). *Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas*. Lisboa.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). (2015). Acedido em 05/03/2015, em <[www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt)>

Comissão Europeia. (2011). *Green Paper – The EU corporate governance framework*. Acedido em 24/02/2016 em <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/com2011-164\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf)>

Connelly, J., Limpaphayom, P. & Nagarajan, N. (2012). Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. *Journal of Banking & Finance* 36: 1722–1743.

Conyon, M. & Peck, S. (1998). Board size and corporate performance: Evidence from European countries. *The European Journal of Finance*, 4 (3): 291-304.

Coombes, P. & Watson, M. (2001). Corporate reform in the developing world. *McKinsey Quarterly*, 4: 89-93.

Cottrell, A. & Lucchetti, R. (2010). *Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library. Manual for gretl*.

Crowther, D. & Seifi, S. (2011). *Corporate Governance and International Business*. acedido 28/02/15, em 24/02/2016 em <<http://bookboon.com/en/corporate-governance-and-international-business-ebook>>

- Cunha, V. & Martins, A. (2007). O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, 4: 67-92.
- Dahya, J. & McConnell, J. (2007). Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 42 (3), 535-564.
- Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A. & Johnson, J. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19 (3): 269-290.
- Davis, G. (2005). New directions in corporate governance. *Annual Review of Sociology*, 31 (1): 143-162.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *The Journal of Political Economy*, 93 (6): 1155-1177.
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7: 209-233.
- Dey, A., Engel, E. & Liu, X. (2011). CEO and board chair roles: To split or not to split? *Journal of Corporate Finance*, 17 (5): 1595-1618.
- Donaldson T. & Preston L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20 (1): 65-91.
- Donaldson, L. & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16 (1): 49-66.
- Duarte, T. (2007). *O Governo das Sociedades (Corporate Governance) – Análise do Desempenho das Sociedades Cotadas em Bolsa Respondentes ao 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades*. Universidade Técnica de Lisboa. Acedido a 02/03/2016, em <[http://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/921/1/Tese\\_O%20Governo%20das%20Sociedades%20%28Corporate%20Governance%29.pdf](http://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/921/1/Tese_O%20Governo%20das%20Sociedades%20%28Corporate%20Governance%29.pdf)>
- Durnev, A. & Kim, E. (2006). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60: 1461-93.
- Earle, J., Kucsera, C. & Telegdy, Á. (2005). Ownership concentration and corporate performance on the Budapest stock exchange: Do too many cooks spoil the goulash. *Corporate Governance*, 13 (2): 254-264.
- Ehikioya, B. (2009). Corporate governance structure and firm performance in developing economies: Evidence from Nigeria. *Corporate Governance*, 9 (3): 231-243.
- Faccio, M. & Lasfer, M. (1999). Managerial ownership, board structure and firm value: The U.K. evidence, *SSRN Working Paper*.

- Fairfield, P. M.; Whisenant, J. S.; Yohn, T. L. Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market. *Accounting Review*, v. 78, n.1, p. 353-371, 2003.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2): 288-307.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Fama, Eugene, and Kenneth French, 2006, Profitability, investment and average returns, *Journal of Financial Economics* 82, 491–518.
- Farinha, J. (2003). Corporate governance: A survey of the literature. *Social Science Research Network*.
- Fernandes, C. (2014). Governo das sociedades, custos de agência e crise financeira: Que relação? *Revista de Gestão e Tecnologia*, 4 (1): 6-21.
- Fernandes, N. (2005). Ec: Board Compensation And Firm Performance: The Role Of “Independent” Board Members”. *Journal of Multinational Financial Management*, 18: 30-44.
- Firth, M., Fung, P. & Rui, O. (2006). Firm performance, governance structure, and top management turnover in a transitional economy. *Journal of Management Studies*. 43 (6).
- Florackis, C., Kostakis, A. & Ozkan, A. (2009). Managerial ownership and performance. *Journal of Business Research*, 62: 1350-1357.
- Fosberg, R. (1989) Outside Directors and Managerial Monitoring. *Akron Business and Economic Review* 20 (Summer), 24–32.
- Francis, J. & Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 49: 161-178.
- Franks, J. & Mayer, C. (1992). *Corporate control: A synthesis of the international evidence*. Working Paper London Business School.
- Garcia, F. (2005). *Governança corporativa*. Rio De Janeiro: Instituto de Economia da Universidade Federal Do Rio De Janeiro.
- Gaur, S., Bathula, H. & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework. *Management Decision*, 53 (5), pp. 911-931.
- Gillan, S. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12 (3): 381-402.
- Gillan, S., Hartzell, J. & Parrino, R. (2009). Explicit vs. implicit contracts: Evidence from CEO employment agreements. *Journal of Finance*, 64: 1629-1655.

- Gompers, P.A., Ishii, J.L., Metrick, A., 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1), 107- 155
- Gonçalves, L. (2010). *Corporate governance e as instituições de crédito*. Dissertação de Mestrado. Lisboa: ISCTE.
- Greene, W. (2003). *Econometric Analysis*. Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.
- Greve, H. (2008). A behavioral theory of firm growth: Sequential attention to size and performance goals. *Academy of Management Journal, Briarcliff Manor*, 51 (3): 476-494.
- Grossman, S. & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94 (4): 691-719.
- Gujarati & Porter. (2009). *Basic econometrics provides an elementary but comprehensive*. McGraw-Hill Irwin, Business & Economics.
- Hallqvist, B. (2000). Código das melhores práticas de governança corporativa – O Conselho de Administração. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 35 (2).
- Hamadi, M. & Heinen, A. (2015). Firm performance when ownership is very concentrated: Evidence from a semiparametric panel. *Journal of Empirical Finance*, 34, pp. 172-194.
- Hausman, J. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, 46 (6): 1251-1271.
- He, J. & Wang, H. (2009). Innovative knowledge assets and economic performance: The asymmetric roles of incentives and monitoring. *The Academy of Management Journal*, 52: 919-938.
- Heidrick & Struggles (2003). *Is your board fit for the global challenge?* Corporate Governance in Europe. London.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, 20 (4): 101-112.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (1998). Endogenously chosen boards of director and their monitoring of the CEO. (4<sup>a</sup> Ed.). *American Economic Review*, 88 (1): 96-118.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9: 7-27.
- Holmstrom, B. & Kaplan, S. (2003). The State of U.S corporate governance: What's right and what's wrong? *Finance Working Paper 23*.
- Hsiao (1986). *Analysis of panel data*, Cambridge: Cambridge University Press.

Hsu, H., & Wu, C. (2013). Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. *Social Sciences Research Network*, 1-48.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2010). Acedido em 24/02/2016 em <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18337&ano=2010>>

Instituto Português de Corporate Governance (2002). *Defina-se corporate governance*, acedido em 28/02/2015, em <[http://www.cgov.pt/index.php?option=com\\_content&task=view&id=16&Itemid=14](http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=16&Itemid=14)>

Iquiapaza, R., Amaral, H. & Araújo, M. (2008). Testando as previsões da Pecking Order Theory no financiamento das empresas brasileiras: Uma nova metodologia. *Revista de Administração MacKenzie*, 9 (3): 157-183.

Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash-flow: Corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2): 323-329.

Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, exit and failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48 (3): 831-880.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of The Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.

Jensen, M. & Warner, J. (1988). The distribution of power among corporate managers, shareholders and directors. *Journal of Financial Economics*, 20: 3-24.

Jim Lee, *Does Size Matter in Firm Performance? Evidence from US Public Firms*, International Journal of the Economics of Business, 2009, vol. 16, issue 2, pp 189-203.

John, K. & Senbet, L.W., (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22, 371-403.

Johnson, S., Boone, P., Breach, A. & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58: 141-186.

Jones, I. & Pollitt, M. (2003). *Understanding How Issues In Corporate Governance Develop: Cadbury Report To Higgs Review*. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge.

Kappel, R., Zani, J.; Zonnato, V.; Macagnan, C. (2015). Influência do Perfil do Conselho de Administração sobre o Desempenho Econômico e o Valor das Companhias Brasileiras, *Revista Espacios*, Vol. 37 (Nº01), pp 19.

Kayo, E. K.; Famá, R. (1997) *Teoria da agência e crescimento: evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento*. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 2, n. 5, pp. 1-8.

- Klapper, L. & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10: 703-728.
- Kole, S. (1995). Measuring managerial equity ownership: A comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance*, 1: 413-435.
- Krivogorsky, V. (2006). Ownership, board structure and performance in Continental Europe. *The International Journal of Accounting*, 41: 176-197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54 (2): 471-518.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A. & Vishny, R. (2000). Investor protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2002). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55 (1): 1-33.
- LaFond, W. & Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 46 (1): 101-135.
- Lameira, V., Ness Jr, W. & Macedo-Soares, T. (2007). Governança corporativa: Impactos no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, 42 (1): 64-73.
- Lane, C. (2003) *Changes in the corporate governance of German corporations: Convergence on the Anglo-American Model? Competition and change, England*, v. 7, n. 2-3, 79-100.
- Lawrence, J. & Stapledon, G. (1999). *Is board composition important? A study of listed Australian companies*. Working Paper, University of Melbourne, Australia.
- Li, S. (2004). Location and Performance of Foreign Firms in China. *Management International Review* 44 (2): 151-169.
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U. & Zhang, Z. (2014). Board independence, ownership concentration and corporate performance - Chinese evidence. *Social Science Research Network*.
- Liang, Q., Xu, P. & Jiraporn, P. (2013). *Board characteristics and Chinese bank performance*. Acedido em 24/02/2016 em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2251496](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2251496)>
- Lins, K. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 159-184.
- Lisboa, I. & Esperança, P. (2008). Understanding the relationship between insider ownership and performance in Europe. *FMA European Conference*. Praga, República Checa.

- Marques, M. (2007). Aplicação dos princípios da governança corporativa ao setor público. *RAC*, 11 (2).
- Martins, O., Mazer, L., Lustosa, P. & Paulo, E. (2012). Características e competências dos conselhos de administração de bancos brasileiros e sua relação com seu desempenho financeiro. *Revista Universo Contábil*, 3: 40-61.
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *The Journal of Finance*, vol. 53, N°1, 65-98.
- McConaughy, D., Matthews, C. & Fialko, A. (2001). Founding family controlled firms: Performance, risk and value. *Journal of Small Business Management*, 39 (1): 31-49.
- McConnell, J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27 (2): 595-612.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38 (2): 163–184.
- Michelon, G. & Parbonetti, A. (2010). The corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance*, 16 (3): 477-509.
- Miralles-Marcelo, J., Miralles-Quirós, M. & Lisboa, I. (2013). The stock performance of Family firms in the Portuguese market. *Applied Financial Economics*, 23 (22).
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64: 215-241.
- Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2): 293-315.
- Morck, R., Nakamura, M. & Shivdasani, A. (2000). Banks, ownership structure and firm value in Japan. *Journal of Business*, 73 (4): 539–567.
- Mousavi, S., Taghados, F. & Ghaedi, M. (2012). Relationship between board characteristics and firm performance: Evidence from Tehran stock market. *African Journal of Business Management*, 6 (31): 8994-9004.
- Mueller, E; Spitz, A: (2006). Managerial Ownership and Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises. *Centre for European Economic Research*; Discussion Paper No. 01-72.
- Neves, E. (2014). Ownership Structure and Investor’s Sentiments for Dividends. *International Journal of Financial Research*, 5 (2): 35-58.

- Neves, E., Pindado, J., & de la Torre, C. (2006). Dividends: New evidence on the catering Theory. *Working Paper n° 14/2006, Nuevas tendencias en direction de empresas*, Universidad de Salamanca.
- Niresh, A; Thirunavukkarasu, V. (2014). Firm size and profitability: a study of listed manufacturing firms in Sri Lanka, *International Journal of Business and Management*; Vol. 9. No. 4.
- Nunes, P. (2006). *Corporate Governance: Direito Comercial*. Lisboa: Editora Almedina.
- O'Sullivan, M. (2000). *Contest for corporate control: Corporate governance and economic performance in the United States and Germany*. Oxford University Press.
- OCDE. (1999). *OCDE principles of corporate governance*. OCDE Publications, Paris.
- OCDE. (2004). *OCDE principles of corporate governance*. OCDE Publications, Paris.
- Ødegaard, B. & Bøhren, Ø. (2003). Governance and performance revisited. *SSRN Working Paper Series - LA English*.
- Okabe, M. (2009). *Corporate governance in Japan: Evolution, policy measures and future issues. Codes of good governance around the world*. New York: Nova Publishers.
- Okimura, R. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. Dissertação de Mestrado apresentada a FEA/USP. São Paulo.
- Okimura, R., Silveira, A. & Rocha, K. (2007). Estrutura de Propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC Eletrónica*, 1 (1): 119-135.
- Oluwagbemiga, O, Michael, O. & Zaccheaus, S (2014). The effect of ownership concentration on firm value of listed companies. *Journal of Humanities and Social Science (IOSR-JHSS)*, 9 (1): 90-96.
- Patro, S. Lehn, K & Zhao, M. (2003). Determinants of the size and structure of corporate boards, *Financial Management*, 38: 1935-2000.
- Pedersen, T. & Thomsen, S. (1999). Economic and systemic explanations of ownership concentration among Europe's largest companies. *International Journal of the Economics of Business*, 6 (3): 367.
- Pedersen, T. & Thomsen, S. (2000). The causal relationship between insider ownership, owner identity and market valuation among the largest European companies. *Copenhagen Business School, Working Paper*.
- Pervan, M. & Višić, J. (2012). Influence of firm size on its business success. *Croatian Operational Research Review*, 3: 213-223.

Pintea, O & Fulop, T. (2015). Literature Review on Corporate Governance - Firm Performance Relationship, *Annals of Faculty of Economics*, vol. 1, issue 1, pp 98-854.

Pfeffer, J. & Salancik, G. (2003). The external control of organization: A resource dependence perspective. California: Stanford University.

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

Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50 (5): 1421-1460.

Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder value: A guide for managers and investors*. USA: The Free Press.

Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário, Relatório Católica Lisbon/AEM, 2012.

Report of a CEPS Working Party. (1995). Corporate governance in Europe. *Centre for European Policy Studies. CEPS Working Report 12*.

Romano, R. (1996). Corporate law and corporate governance. *Industrial and Corporate Change*, 5:277-339.

Rozeff, M. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5: 249-259.

Saito, R. & Silveira, A. (2008). Governança corporativa: Custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração de Empresas*, 48 (2): 79-86.

Santos, F. (2004). Trends and priorities in corporate governance development - Moscow, *First International Conference on Corporate Governance and Economic Growth In Russia*. Moscow.

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

Shleifer, A. & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94: 461- 488.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52: 737-783.

Shleifer, A. & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66: 3-27.

Short, H. & Keasey, K. (1997). Institutional shareholders and corporate governance In Keasey, K., and M. Wright (eds.), *Corporate Governance: Responsibilities, Risks and Remuneration*, John Wiley and Sons.

- Short, H. & Keasey, K. (1999). Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the U.K. *Journal of Corporate Finance*, 5: 79-101.
- Silva, A. & Leal, R. (2005). Corporate index, firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3 (1): 1-18.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J. & Monteiro, M. (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*. IPCG.
- Silva, M., Rodrigues, A. & Muñoz Dueñas, M. (2012). *Disclosure of intangible assets: An empirical study of financial corporations in the Iberian Peninsula*. FEUC.
- Silveira, A. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa*. Dissertação de Mestrado apresentado a FEA/USP. São Paulo
- Silveira, A. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.
- Soukiazis, E. (2008). *Econometria Intermédia*.
- Steinberg, H. (2003). *A dimensão humana da Governança Corporativa: Pessoas criam as melhores e as piores práticas*. São Paulo: Editora Gente.
- Taghizadeh, M. & Saremi, S. (2013). Board of directors and firms performance: evidence from Malaysian public listed firm. *International Proceedings of Economics Development and Research*, 59 (37): 178-182.
- Tierno, M. (2014). *Corporate governance and performance measures: The Portuguese case*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Lisboa. Instituto Superior de Economia e Gestão.
- Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrica*, 69: 1-35.
- Titman, S., Wei, K., Xie, F. (2004). Capital investments and stock returns. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 4, pp. 677 -700.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1 (1).
- Todo Bom, L. (2005). Uma aproximação sistémica ao Governo das Empresas. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*. 20-29.
- Todorović, I. (2013). Impact of corporate governance on performance of companies, *Montenegrin Journal of Economics*, Vol. 9, (2) 47-53.
- Tseng, C. (2011), Does the shares of insider owners matter to the corporate strategies and performance?; *National Pingtung Institute of Commerce*.

- Uadiale, O. (2010). The impact of board structure on corporate financial performance in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 5 (10): 155-166.
- Verbeek, M. (2008). *A guide to modern econometrics*. Onh Wiley & Sons (3.<sup>a</sup> Edição).
- Wang, W. (2014). *Independent directors and corporate performance in China: A metaempirical study*. Social science research network.
- Weil, Gotshal & Manges. (2002). *Comparative matrix of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states*. Acedido em 24/02/2016 em <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/corpgov/corp-gov-codes-rpt-part3_en.pdf)>
- Weill, L. (2003). *Leverage and corporate performance: A frontier efficiency analysis*. Strasbourg, France: Université Robert Schuman.
- Weimer, J. & Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate governance: An International Review*, 7.
- Weisbach, S. (1988). Outside directors and CEO turnover; University of Rochester, *Journal of Financial Economics* 20, pp 431-460.
- Wooldrige, J., 2006, *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2<sup>a</sup> Edição, Southwestern
- Yasser, Q. & Mamun, A. (2012). Board mix and firm performance. *International Journal of Governance*, 2 (4): 1-10.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40: 185-211.
- Zahra, S. (1996). Governance, ownership and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities. *Academy of Management Journal*, 39: 1713-1775.
- Zakaria, Z., Purhanudin, N. & Palanimally. (2014). Ownership structure and firm performance: Evidence from Malaysian trading and services sector. *European Journal of Business and Social Sciences*, 3 (2): 32-43.

# **ANEXOS**

# ANEXO I

## MODELO 1 – EFEITOS FIXOS ESTÁTICO

### Modelo 1: Efeitos-fixos, usando 329 observações

Incluídas 47 unidades de secção-cruzada

Comprimento da série temporal = 7

Variável dependente: ROA

Erros padrão robustos (HAC)

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
<b>const</b>	-147,532	44,965	-3,281	0,0012	***
<b>I Size</b>	11,6941	3,56992	3,276	0,0012	***

Média var. dependente	-0,237892	D.P. var. dependente	11,49527
Soma resíd. quadrados	22613,22	E.P. da regressão	8,970736
LSDV R-quadrado	0,478265	Dentro R-quadrado	0,086053
Log. da verosimilhança	-1162,704	Critério de Akaike	2421,408
Critério de Schwarz	2603,619	Critério Hannan-Quinn	2494,097
rho	0,027232	Durbin-Watson	1,650424

Teste conjunto em regressores designados -

Estatística de teste:  $F(1, 281) = 10,7305$

com valor  $p = P(F(1, 281) > 10,7305) = 0,00118601$

Teste robusto para diferenciar grupos de intercepções no eixo  $x=0$  -

Hipótese nula: Os grupos têm a mesma intercepção no eixo  $x=0$

Estatística de teste: Welch  $F(46, 97,7) = 14,0208$

com valor  $p = P(F(46, 97,7) > 14,0208) = 5,34271e-027$

## ANEXO II

### MODELO 2 – EFEITOS FIXOS DINÂMICO

**Modelo 2: Efeitos-fixos, usando 282 observações**

Incluídas 47 unidades de secção-cruzada

Comprimento da série temporal = 6

Variável dependente: ROA

Erros padrão robustos (HAC)

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>rácio-t</i>	<i>valor p</i>	
<b>const</b>	-163,371	49,2472	-3,317	0,0011	***
<b>QTobin</b>	-3,58295	2,10772	-1,700	0,0905	*
<b>QTobin_1</b>	4,58696	0,796148	5,761	2,64E-08	***
<b>I_Size</b>	12,8746	3,92184	3,283	0,0012	***

Média var. dependente	-0,044069	D.P. var. dependente	11,55062
Soma resíd. quadrados	17552,61	E.P. da regressão	8,698148
LSDV R-quadrado	0,531807	Dentro R-quadrado	0,155162
Log. da verosimilhança	-982,6188	Critério de Akaike	2065,238
Critério de Schwarz	2247,333	Critério Hannan-Quinn	2138,26
rho	-0,022424	Durbin-Watson	1,672491

Teste conjunto em regressores designados -

Estatística de teste:  $F(3, 232) = 23,1286$

com valor  $p = P(F(3, 232) > 23,1286) = 3,90462e-013$

Teste robusto para diferenciar grupos de intercepções no eixo  $x=0$  -

Hipótese nula: Os grupos têm a mesma intercepção no eixo  $x=0$

Estatística de teste: Welch  $F(46, 81,3) = 13,0696$

com valor  $p = P(F(46, 81,3) > 13,0696) = 8,38881e-023$

Teste de Wald independente da distribuição para heterocedasticidade -

Hipótese nula: as unidades têm a mesma variância de erro

Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(47) = 163623

com valor  $p = 0$

## ANEXO III

### TESTES DIAGNÓSTICOS – MODELO DE EFEITOS FIXOS ESTÁTICO

const:	-145,76	(28,774)	[0,00000]
QTobin:	-0,93315	(1,3172)	[0,47927]
l_Size:	11,633	(2,2772)	[0,00000]

47 médias de grupo foram subtraídas aos dados

Variância dos resíduos:  $22572,8 / (329 - 49) = 80,617$

Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo:

$F(46, 280) = 4,57376$  com valor p  $7,08173e-016$

(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Estatística de teste Breusch-Pagan:

$LM = 76,2166$  com valor p =  $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 76,2166) = 2,54192e-018$

(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.)

Variance estimators:

between = 36,9917

within = 80,617

theta used for quasi-demeaning = 0,512746

Estimador de efeitos aleatórios  
permite para uma unidade-específica no termo do erro  
(erros padrão em parentesis, valores p em chavetas)

const:	-27,286	(7,0776)	[0,00014]
QTobin:	0,39219	(0,97481)	[0,68771]
l_Size:	2,1143	(0,55823)	[0,00018]

Estatística de teste de Hausman:

$H = 22,1303$  com valor p =  $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(2) > 22,1303) = 1,56481e-005$

(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é consistente, validando a hipótese alternativa da existência do modelo de efeitos fixos.)

## ANEXO IV

### TESTES DIAGNÓSTICOS – MODELO DE EFEITOS FIXOS DINÂMICO

Diagnósticos: assumindo um painel equilibrado com 47 secções-cruzadas observadas durante 6 períodos

Estimador de efeitos fixos

permite diferenciar intercepções no eixo  $x=0$  por unidade de secção-cruzada  
erros padrão dos declives em parentesis, valores p em chavetas

const:	-133,55	(43,212)	[0,00224]
QTobin:	-3,5271	(1,625)	[0,03099]
QTobin_1:	4,432	(1,4577)	[0,00264]
l_Size:	13,872	(2,8761)	[0,00000]
l_Size_1:	-3,353	(3,564)	[0,34779]
ROA_1:	0,038209	(0,064373)	[0,55339]

47 médias de grupo foram subtraídas aos dados

Variância dos resíduos:  $17473,1/(282 - 52) = 75,9701$

Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo:

$F(46, 230) = 2,21606$  com valor p  $6,48095e-005$

(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Estatística de teste Breusch-Pagan:

$LM = 0,792286$  com valor p =  $\text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 0,792286) = 0,37341$

(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.)

Variance estimators:

between = 0

within = 75,9701

theta used for quasi-demeaning = 0

Estimador de efeitos aleatórios  
permite para uma unidade-específica no termo do erro  
(erros padrão em parentesis, valores p em chavetas)