

Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Raquel Ferreira da Silva Cibrão Guimarães

**Oportunidades de Crescimento e
a Importância da Monitorização
exercida pelo Conselho de Administração**



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Raquel Ferreira da Silva Cibrão Guimarães

**Oportunidades de Crescimento e
a Importância da Monitorização
exercida pelo Conselho de Administração**

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Finanças

Trabalho realizado sob a orientação do
Professor Doutor Gilberto Loureiro

Outubro de 2011

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA DISSERTAÇÃO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE;

Universidade do Minho, ___/___/_____

Assinatura: _____

Aos meus pais e irmã

AGRADECIMENTOS

Esta dissertação não é apenas resultado das extensas horas de leitura, estudo, e reflexão a que me dediquei para a realização desta investigação. É, também, a concretização de um objectivo¹ académico a que me propus e que não seria possível sem a ajuda de um vasto conjunto de pessoas.

Em primeiro lugar, expresso um agradecimento ao meu orientador, Professor Doutor Gilberto Loureiro. Agradeço pelo facto de ter aceite orientar esta investigação e pela vasta perspicácia, conhecimento, sugestões e sentido crítico transmitidos durante a elaboração da dissertação.

Um obrigado muito especial aos meus pais, agradeço profundamente a sua constante presença e o facto de me terem transmitido a convicção de nunca desistir perante as maiores adversidades. À minha querida irmã, Sara, um obrigado muito grande pelo carinho e palavras de conforto nos momentos mais críticos.

Manifesto, também, um agradecimento às minhas queridas amigas Sílvia e Graça por todo o apoio, motivação e carinho demonstrados em todos os momentos, desde que nos conhecemos.

Por fim, gostaria de atribuir um agradecimento especial às minhas queridas colegas Lara e Cláudia, com quem partilhei todo este percurso académico, a quem agradeço o apoio e amizade demonstrados ao longo deste mestrado.

¹ A presente dissertação não foi escrita ao abrigo do novo Acordo Ortográfico.

RESUMO

O papel de monitorização e controlo interno efectuado pela governação empresarial visa minimizar os problemas de agência que advêm da separação entre propriedade e controlo. Deste modo, o Conselho de Administração, com o poder que lhe assiste de contratar, recompensar e dispensar os gestores, funciona como um mecanismo primordial de governação empresarial.

O objecto desta investigação é examinar se os níveis de oportunidades de crescimento das empresas condicionam a qualidade do Conselho de Administração e a sua contribuição para a minimização dos problemas de agência entre accionistas e gestores.

Atendendo a que a literatura convencional defende que o alinhamento de interesses entre accionistas e gestores é obtido através de Conselhos de Administração activos, isentos e independentes, representados por uma maioria de *Outsiders*, este estudo verifica que os *Insiders*, com o conhecimento que detêm acerca das empresas, podem facilitar uma monitorização apropriada em contextos de incerteza e complexidade característicos de empresas com elevado crescimento.

Esta investigação comprova que num ambiente dinâmico, como é o de empresas com elevado potencial de crescimento, a liderança única *CEO/Chairman* pode contribuir para diminuir os custos de transferência de informação e para facilitar uma rápida e coesa tomada de decisões.

Este estudo, considerando a variável Crescimento do Activo como uma *proxy* do crescimento da empresa, confirma que Conselhos de Administração mais pequenos são mais eficientes no seu papel de monitorização. Contudo, considerando as *proxies* Rácio *Market-to-Book*, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, verifica-se que menores Conselhos de Administração podem não ser a solução óptima para todas as empresas.

Palavras-chave: governação empresarial, Conselho de Administração, oportunidades de crescimento, problemas de agência.

ABSTRACT

The role of internal control and monitoring performed by corporate governance aims to minimize the agency problems that result from the separation between ownership and control. Thus, the Board of Directors, with the power to contract, to reward and to fire management, acts as a primary mechanism of corporate governance.

The aim of this research is to examine whether the levels of growth opportunities in a company determine the quality of the Board and its contribution to minimize agency problems between shareholders and managers.

Attending that conventional literature defends that the alignment of interests between shareholders and management is obtained through active, exempted and independent Boards, represented by a majority of Outsiders, this study demonstrates that Insiders, with their knowledge regarding the company, may facilitate monitoring in contexts of uncertainty and complexity characteristic of companies with high growth.

This research proves that in a dynamic environment, like the one of companies with high growth potential, the lead single CEO/Chairman may contribute to reduce information transfer costs and to facilitate rapid and cohesive decision-making.

This study, considering the variable Assets Growth as a proxy for firm growth, confirms that smaller Boards are more efficient in their monitoring role. However, considering the proxies Market-to-Book Ratio, Sales Growth and Fixed Assets Growth, it is verified that small Boards may not be the optimal solution for all companies.

Keywords: corporate governance, Board, potential growth, agency problems.

ÍNDICE GERAL

AGRADECIMENTOS	v
RESUMO	vii
ABSTRACT	ix
ÍNDICE GERAL	xi
ÍNDICE DE TABELAS	xii
ÍNDICE DE GRÁFICOS	xiii
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	3
2.1. Problemas de Agência.....	3
2.2. O Papel Fiscalizador do Conselho de Administração	3
2.2.1. Presença de <i>Outsiders</i> no Conselho de Administração	4
2.2.2. <i>CEO Duality</i>	6
2.2.3. Dimensão do Conselho de Administração	7
2.3. Potencial de Crescimento	9
3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	11
3.1. Objectivos de Investigação.....	11
3.1.1. Hipótese Central	11
4. AMOSTRA E DADOS	15
4.1. Descrição da Amostra	15
4.2. Estatísticas Descritivas	16
5. ANÁLISE EMPÍRICA.....	21
5.1. Análise Univariada.....	21
5.1.1. Teste de Igualdade das Médias.....	21
5.1.2. Teste de Igualdade das Medianas	23
5.2. Análise Multivariada	25
5.2.1. Presença de <i>Outsiders</i> no Conselho de Administração	26
5.2.2. <i>CEO Duality</i>	28

5.2.3. Dimensão do Conselho de Administração	29
5.3. Testes de Robustez	33
6. HIPÓTESES ALTERNATIVAS	35
6.1. A Monitorização por Grandes Accionistas.....	36
6.2. Incentivos de Compensação de Longo-Prazo do <i>CEO</i>	41
6.3. Testes de Robustez	45
7. CONCLUSÕES.....	47
8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	49
9. APÊNDICES	55

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Lista de Empresas Consideradas.....	55
Tabela 2: Taxas de Inflação.....	59
Tabela 3: Taxas de Câmbio.....	59
Tabela 4: Variáveis, Definições e Estatísticas Descritivas.....	16
Tabela 5: Estatísticas Descritivas.....	60
Tabela 6: Matriz de Correlação.....	18
Tabela 7: Teste de Igualdade das Médias.....	22
Tabela 8: Teste de Igualdade das Medianas.....	24
Tabela 9: Regressões da Hipótese Central.....	25
Tabela 10: Testes de Robustez da Hipótese Central.....	34
Tabela 11: Regressões de Monitorização por Grandes Accionistas.....	39
Tabela 12: Tipos de Maiores Accionistas.....	61
Tabela 13: Regressão de Incentivos de Compensação de Longo-Prazo do <i>CEO</i>	44
Tabela 14: Testes de Robustez das Hipóteses Alternativas.....	46

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Distribuição por País.....	17
Gráfico 2: Distribuição por Tipo de Indústria.....	17
Gráfico 3: Distribuição por Sector <i>Industrials</i>	59
Gráfico 4: Critério de Independência.....	59
Gráfico 5: Tipologia de Maiores Accionistas.....	40

1. INTRODUÇÃO

O tema de investigação desenvolvido na presente dissertação visa estudar se os níveis de oportunidades de crescimento das empresas condicionam a tipologia do Conselho de Administração destas, no sentido de tornar este mecanismo interno de governação mais eficiente.

Os accionistas que investem o seu capital na empresa querem ter algumas garantias de que a gestão será conduzida no seu interesse. Dado que existem conhecidos conflitos de interesses entre gestores e accionistas, é necessário implementar mecanismos de governação que monitorizem as actividades dos gestores. Um desses mecanismos é o Conselho de Administração através do papel dos seus elementos independentes.

A motivação para este estudo advém do facto de empresas com mais oportunidades de crescimento terem uma maior necessidade de recorrer ao mercado para se financiarem e, portanto, precisarem de criar uma boa impressão no mercado. Uma das possíveis formas de o fazer é ter um Conselho de Administração eficiente enquanto mecanismo de monitorização dos gestores.

Nesta investigação consideramos que medir a eficiência do sistema de governação empresarial é difícil uma vez que examinar apenas algumas características isoladamente pode conduzir a que se ignore o efeito de outras características importantes como medidas complementares ou substitutas, condicionando, deste modo, a fiabilidade dos resultados obtidos. Assim, foi também analisado o impacto das oportunidades de crescimento das empresas na estrutura de propriedade de grandes accionistas, institucionais e não institucionais, e no sistema de remuneração do *CEO*.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Problemas de Agência

A separação entre o controlo da propriedade e o controlo da gestão pode contribuir para a ocorrência de conflitos de agência, os quais se manifestam quando os gestores encontram incentivos para a maximização dos seus próprios objectivos em prejuízo dos objectivos dos accionistas. De facto, Mehran (1992) sustenta que, pela teoria da agência, os interesses dos gestores podem não se apresentar alinhados com os interesses dos accionistas e defende que uma monitorização eficiente da actividade de gestão pelo Conselho de Administração pode contribuir para a redução dos conflitos de interesses entre gestores e accionistas.

Com efeito, os conflitos de agência entre accionistas e gestores induzem custos de agência. Jensen e Meckling (1976) defendem que estes custos de agência visam reduzir a actuação do agente no seu próprio interesse face ao interesse do principal, reduzindo o conflito entre as partes contratantes e minimizando, assim, a possibilidade de incumprimento da respectiva transacção.

Deste modo, Baysinger e Hoskisson (1990) argumentam que os teóricos da agência concebem o Conselho de Administração como um potencial factor de governação empresarial e, por consequência, de controlo interno.

2.2. O Papel Fiscalizador do Conselho de Administração

A aptidão do Conselho de Administração em desempenhar o seu papel fiscalizador adequadamente depende da conjugação de uma série de requisitos. Nomeadamente, para Fama e Jensen (1983), é necessário que os membros do Conselho de Administração se apresentem independentes do poder dominante do *CEO* e que recebam incentivos apropriados.

Efectivamente, a eficácia do Conselho de Administração como mecanismo de monitorização tem sido objecto de vários estudos. Conforme John e Senbet (1998),

esses estudos têm-se focado em três variáveis: composição, liderança e dimensão do Conselho de Administração.

2.2.1. Presença de *Outsiders* no Conselho de Administração

Uma das medidas de independência e capacidade monitorizadora do Conselho de Administração refere-se à proporção de representação de membros *Outsiders* e *Insiders* no Conselho de Administração. Com efeito, os *Outsiders* são os membros do Conselho de Administração que não têm afiliações com a gestão da empresa. Podem ser definidos como quem não tem um interesse comercial na empresa, não é empregado desta e não é um membro da família ou um accionista controlador ou significativo. A determinação de um *Outsider* pode ser efectuada através dos dados da carreira e da afiliação da empresa fornecidos no *site* da empresa, em relatórios anuais. Os *Insiders* são os membros do Conselho de Administração que, em contrapartida, desempenham funções na empresa, pertencem à família ou são accionistas significativos.

Deste modo, Hermalin e Weisbach (1988) defendem que uma maior fracção de *Outsiders* está presentes nos Conselhos de Administração na sequência de má performance, quando a empresa abandona nichos de mercado e após uma sucessão de *CEO*. Os mesmos autores argumentam que a necessidade de monitorização aumenta quando, resultante de má gestão, o desempenho da empresa se revela fraco, conduzindo, assim, à entrada de *Outsiders* e à saída de *Insiders*.

Segundo Zhara (1996), o acréscimo de representação de *Outsiders* contribui para Conselhos de Administração independentes e activos, necessários para o alinhamento de interesses entre accionistas e gestores. O mesmo autor, citando Zhara e Pearce (1989), defende que uma elevada percentagem de *Outsiders* no Conselho de Administração intensifica a eficiência da monitorização, aumenta a independência e acresce integridade às decisões do *CEO*.

Uma grande parte da literatura defende, contudo, os benefícios de um acréscimo na representação de *Insiders*. Com efeito, de acordo com McGuire (2000), os *Outsiders*, sendo membros mais independentes, não dispõem de um conhecimento profundo para a avaliação das capacidades, oportunidades e estratégias das empresas, sendo que, num contexto dinâmico e complexo que caracteriza empresas com elevado potencial de

crescimento, beneficiam com a informação e a sabedoria detidas pelos membros *Insiders*.

Para além disso, Patton e Baker (1987), conforme citado por Baysinger e Hoskisson (1990), afirmam que os membros *Outsiders* podem ser membros de diversos Conselhos de Administração. Com efeito, conforme defendido por estes autores, entre a gestão dos seus próprios negócios e a participação em diversos Conselhos de Administração, os *Outsiders* podem não ter o necessário conhecimento rigoroso de cada negócio para a sua acção disciplinadora se revelar eficaz, sofrendo, assim, de uma desvantagem comparativa relativamente aos *Insiders*. Todavia, Baysinger e Hoskisson (1990) ressaltam que *Outsiders* que tenham sido anteriormente executivos da empresa apresentam-se bem informados e com capacidade de perceber as incertezas da empresa. Os mesmos autores salvaguardam, contudo, citando Eisenberg (1976), que estes *Outsiders* não são elementos realmente independentes, e que a literatura que defende a presença de mais *Outsiders* como membros dos Conselhos de Administração concebe que estes sejam livres de qualquer dependência.

A necessidade de representação de membros *Outsiders* no Conselho de Administração é ainda motivada, segundo Mak e Kusnadi (2005), pelo facto dos Conselhos de Administração serem muitas vezes passivos e inertes no seu papel fiscalizador, tendendo a ser benévolos e amigáveis para com a gestão e, como resultado, não apresentarem o desempenho esperado em termos de responsável monitorização dos gestores.

Salvaguarda-se que nesta investigação partimos da literatura mais consensual que é a de que o efeito dos *Outsiders* nos Conselhos de Administração deverá ter um impacto positivo na monitorização dos gestores, e é a partir da qual formulamos as hipóteses, sendo que alguns estudos encontram que os *Outsiders* contribuem para o alinhamento dos interesses dos gestores e dos accionistas, e outros estudos desaconselham a presença de mais membros *Outsiders* no Conselho de Administração, como os de Jensen (1993), que apoiam a visão de que os gestores controlam os *Outsiders*, sendo os *CEOs* responsáveis pela selecção dos membros *Outsiders*.

2.2.2. *CEO Duality*

A *CEO Duality* ocorre quando o *CEO* e o *Chairman* (Presidente) do Conselho de Administração são a mesma pessoa. A literatura académica evidencia alguma controvérsia sobre se uma empresa deve combinar as posições de *CEO* e de *Chairman*. Se, por um lado, um *Chairman* independente avalia com integridade e objectividade a performance do *CEO* e gestores de topo, por outro lado, um *CEO* que detenha a posição emblemática de *Chairman* revela um maior poder de negociação e, deste modo, pode oferecer um maior contributo para o crescimento futuro da empresa.

De facto, autores como Fama e Jensen (1983) sustentam que um sistema de liderança dual revela-se um mecanismo de controlo mais eficaz, pois a concentração da gestão de decisão e da gestão de controlo num único indivíduo reduz a eficiência do Conselho de Administração em efectuar monitorização da gestão. Morck et al. (1988) também defendem que *CEO Duality* apresenta uma relação negativa com a qualidade e eficácia da monitorização exercida pelo Conselho de Administração. Desta forma, Kwok (1998), citando Jensen (1993), afirma que Conselhos de Administração dominados pelos *CEOs* podem não ser capazes de actuar como um elemento isento para a monitorização da actividade de gestão. Por conseguinte, segundo Kwok (1998), a separação das posições de *Chairman* e *CEO* permite clarificar e reforçar o papel do Conselho de Administração como supervisor e monitor da gestão.

Outros autores, todavia, consideram que um método de liderança unitária conduz a uma liderança mais eficaz. Aliás, Brickley et al. (1997) declaram que a separação dos títulos só se revela útil e produtiva se os custos de agência, os custos de informação, os custos de alterar o processo de sucessão, e outros custos, forem inferiores aos benefícios. Kwok (1998) cita Pfeffer e Salancik (1978), que referem que, sendo os cargos de *CEO* e *Chairman* acumulados na mesma pessoa, o *CEO* é capaz de responder com maior rapidez às condições de mercado, sem necessitar aguardar a aprovação de outra parte. Adicionalmente, Kwok (1998) cita Brickley et al. (1996) que defendem que o *CEO* pode ter um conhecimento experiente e especializado sobre os desafios e oportunidades para a empresa que é valioso para o trabalho do *Chairman*, e que a separação das funções exige transferências dispendiosas e incompletas de informação entre o *CEO* e o *Chairman*. Enfatiza-se, segundo Kwok (1998), citando Brickley et al. (1996) e Pfeffer e Salancik (1978), que o argumento da eficiência da estrutura de

liderança singular se apresenta mais aplicável em empresas que estão num estágio inicial de crescimento ou que envolvem tecnologia de ponta, pois pode contribuir para a diminuição dos custos da transferência de informação do *CEO* ao *Chairman* e para uma rápida tomada de decisões num ambiente caracteristicamente imprevisível.

2.2.3. Dimensão do Conselho de Administração

O número de membros que compõem o Conselho de Administração apresenta-se como uma medida da independência e do potencial de monitorização deste mecanismo de controlo interno fundamentada em vários estudos académicos.

Os autores Mak e Kusnadi (2005), citando Jensen (1993), defendem que Conselhos de Administração mais pequenos são mais eficientes no seu papel de monitorização, enquanto Conselhos de Administração maiores dão maior ênfase à cortesia diplomática do que ao rigor, tornando-se mais facilmente controlados pelo *CEO*. Segundo Jensen (1993), em Conselhos de Administração mais pequenos cada membro sente-se mais inclinado a exercer mais esforço, ao compreender que são apenas mais alguns a monitorizar a empresa; em contrapartida, em Conselhos de Administração maiores pode ser mais difícil alcançar consenso e, deste modo, tomar decisões. Para além disso, o mesmo autor afirma que em Conselhos de Administração maiores os membros que os constituem podem assumir que muitos outros estão a exercer o seu papel monitorizador. Como tal, Conselhos de Administração mais pequenos podem ser mais diligentes e mais activos.

Efectivamente, Coles et al. (2008) citam os autores Lipton e Lorsch (1992) que aconselham a delimitar a participação nos Conselhos de Administração a um número recomendado de oito ou nove membros, justificando que um maior número de elementos resulta em maior dificuldade destes em expressar as suas opiniões nas reuniões do Conselho de Administração, donde decorrem discussões menos isentas e produtivas e tomadas de decisão mais lentas.

Contudo, Ning et al. (2010) salientam que alguns estudos de gestão, como os de Gales e Kesner (1994) e Dalton et. al. (1999), defendem que é melhor um Conselho de Administração maior, apresentando-se em concordância com a teoria da dependência de recursos, a qual sugere que mais membros conferem à empresa conhecimento com mais experiência e qualidade e uma maior capacidade de acesso a recursos. Os mesmos

autores salvagam, no entanto, citando Gertner e Kaplan (1996) e Eisenberg et al. (1998), que, em consistência com a teoria da agência, devido a problemas *free rider*² e a custos de coordenação, comunicação e organização próprios de Conselhos de Administração maiores, se verifica que os accionistas condicionam uma redução da dimensão do Conselho de Administração. Deste modo, em resumo, Ning et al. (2010) concluem que ambas as teorias têm virtudes e que, na prática, a maioria das empresas não têm nem Conselhos de Administração muito grandes nem muito pequenos, e que as empresas vão ajustando a dimensão dos seus Conselhos de Administração ao longo do tempo em direcção a um nível óptimo.

Outros estudos também defendem que menores Conselhos de Administração podem não ser sempre a solução óptima. Com efeito, as constatações do estudo de Andrade et al. (2009) apontam para que as decisões dos gestores, em especial sobre as operações da empresa, são monitorizadas de forma mais eficiente por Conselhos de Administração que possuem uma maior quantidade de membros. Adicionalmente, Coles et al. (2008) encontram uma associação inversa entre o *q de Tobin*³ e a dimensão do Conselho de Administração na sua amostra total das empresas, e argumentam que as empresas com elevados requisitos de aconselhamento e consulta podem beneficiar de ter maiores Conselhos de Administração.

Abordando possíveis problemas relacionados com a dimensão do Conselho de Administração, salienta-se a investigação de Yermack (1995), citando Byrd e Hickman (1992), que alegam que os executivos de topo podem colocar membros independentes nos Conselhos de Administração das suas empresas como forma de agradar aos accionistas criando uma aparência ilusória de monitorização mais eficiente. Yermack (1995) defende que um problema evidente no estudo da dimensão do Conselho de Administração é que o número de membros deste pode depender de outras variáveis, como sejam a dimensão da empresa, o desempenho, ou as preferências do *CEO*, não se devendo, portanto, concluir uma associação directa entre a dimensão do Conselho de Administração e o valor da empresa e suas oportunidades de crescimento sem considerar explicações complementares.

² O típico problema *free rider* ocorre quando, não actuando o gestor no interesse do accionista, o accionista detém uma pequena participação na empresa, tendo poucos incentivos e recursos para se envolver na monitorização da acção do gestor, uma vez que suporta todos os custos da monitorização recebendo apenas uma pequena fracção dos benefícios (Grossman & Hart, 1980).

³ O *q de Tobin* é definido como o rácio entre o valor de mercado de uma empresa e o custo de reposição dos seus activos físicos (Morck et al., 1988).

2.3. Potencial de Crescimento

A orientação estratégica das empresas difere com o potencial de crescimento destas. Efectivamente, e conforme referido por McGuire (2000), empresas com elevado potencial de crescimento desenvolvem uma elevada natureza competitiva e flexibilidade de forma a responderem com rapidez às condições de mudança impostas pelo ambiente em que estão inseridas, o que é crucial para a sua expansão e desenvolvimento. Deste modo, e segundo o mesmo autor, o perfil destas empresas é orientado para o futuro e para o alcance de objectivos de longo-prazo, sendo que, em contraste, empresas com baixo potencial de crescimento, seguem estratégias mais conservadoras e previsíveis, com enfoque no curto-prazo.

No âmbito deste estudo, e centrando-nos mais no ponto de vista das finanças, face ao ponto de vista da estratégia empresarial referido anteriormente, empresas com maiores oportunidades de crescimento terão que recorrer aos mercados para financiarem os seus projectos de investimento e, por isso, precisam de ter mecanismos de governação eficazes. Tendo uma boa governação conseguem dar mais garantias aos investidores de que as empresas serão geridas tendo em conta os seus interesses, reduzindo assim os eventuais receios de expropriação dos accionistas. Desta forma, o desconto exigido pelos investidores aquando da emissão de capital próprio por parte da empresa será menor, ou seja, o custo do capital próprio reduz-se. De acordo com Xiao e You (2009), em empresas com maiores oportunidades de investimento e, portanto, com maior necessidade de recorrer a financiamento externo, o aumento da protecção dos investidores reduz o custo do capital necessário para o financiamento.

Deste modo, Chen et al. (2003) citam La Porta et al. (2000), que apresentam governação empresarial como o conjunto de mecanismos através dos quais os investidores se protegem contra a expropriação por parte da gestão. Chen et al. (2003) e La Porta et al. (2000) defendem que uma governação empresarial com maior qualidade reduz o custo de capital próprio, o que permite, deste modo, facilitar o acesso a financiamento, e conduz a menor taxa de retorno exigida pelos investidores, que está associada à garantia de que irão receber o retorno do seu investimento. Adicionalmente, La Porta et al. (2000) e Lombardo e Pagano (2002) referem, em contraste, que a reivindicada taxa de retorno é superior em empresas com mais fraca qualidade de governação empresarial, para compensar o custo de monitorização incorrido pelos

investidores com vista a assegurar determinado retorno por parte da gestão da empresa, e porque são dispendidos mais recursos e tempo na monitorização dos gestores.

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1. Objectivos de Investigação

Este estudo inicia-se com uma questão central. Qual a relação existente entre potencial de crescimento e a qualidade e a eficiência da governação empresarial do Conselho de Administração e de que modo contribui para o alinhamento de interesses entre accionistas e gestores.

Em secção em separado serão ainda analisadas duas questões complementares à temática principal: se existe uma relação entre a participação que os grandes accionistas institucionais e não institucionais têm no capital da empresa e oportunidades de crescimento; e se existe uma relação entre potencial de crescimento e sistemas de incentivos com uma componente ajustada à performance da empresa.

As hipóteses de investigação formuladas pretendem permitir alcançar os objectivos propostos e centram-se no conjunto de variáveis identificadas na literatura estudada como variáveis que ajudam a responder às questões colocadas.

3.1.1. Hipótese Central

Empresas com mais elevado potencial de crescimento preocupam-se com a sua boa imagem e boa reputação revelando a importância de Conselhos de Administração mais activos. Com efeito, empresas com maiores oportunidades de crescimento terão que recorrer aos mercados para financiarem os seus projectos de investimento, precisando de ter mecanismos de governação eficazes. Tendo uma boa governação conseguem dar mais garantias aos investidores de que as empresas serão geridas tendo em conta os seus interesses, reduzindo assim os eventuais receios de expropriação dos accionistas.

Pela teoria da agência, a monitorização efectuada por um Conselho de Administração independente e consciencioso reduz os problemas de agência. De facto, Zhara (1996) defende que o acréscimo de representação de *Outsiders* favorece Conselhos de Administração independentes e activos, necessários para o alinhamento de interesses entre accionistas e gestores. Todavia, McGuire (2000) argumenta que a

informação, a experiência e a perícia de membros *Insiders* pode ser essencial no ambiente dinâmico e complexo de empresas com elevado potencial de crescimento.

Morck et al. (1988) postulam que *CEO Duality* tem uma relação negativa com a monitorização exercida pelo Conselho de Administração. Contudo, segundo Brickley et al. (1996), o *CEO* pode ter um conhecimento prático e profundo sobre as opções estratégicas e oportunidades para a empresa que é preponderante para a acção do *Chairman*, e que a separação das funções exige transferências dispendiosas e incompletas de informação entre o *CEO* e o *Chairman*.

Adicionalmente, Jensen (1993) argumenta que Conselhos de Administração mais pequenos são mais eficientes no seu papel fiscalizador, enquanto Conselhos de Administração maiores podem ser mais facilmente controlados pelo *CEO* e revelam maiores problemas de coordenação e de possível comportamento *free-rider*, caracterizando-se ainda por mais lentas tomadas de decisão. Contudo, outros estudiosos defendem que menores Conselhos de Administração podem não ser o ideal para todas as empresas, como Hillman e Dalziel (2003) e Coles et al. (2008).

Conforme referenciado na revisão bibliográfica anterior, a investigação tem usado diversas medidas de independência ou potencial monitorização do Conselho de Administração, como sejam a percentagem de *Outsiders*, a separação das posições *CEO/Chairman* no Conselho de Administração e o número de membros que compõem o Conselho de Administração. Em seguida apresenta-se, deste modo, a hipótese central deste estudo.

Empresas com elevado potencial de crescimento requerem Conselhos de Administração mais fiscalizadores.

Para testar esta hipótese serão usadas as seguintes regressões:

$$\text{OUTR} = \beta_0 + \beta_1 \text{MTB} / \Delta\text{ASSET} / \Delta\text{SALE} / \Delta\text{NONCURRENTASSET} + \beta_2 \text{RISK} + \beta_3 \text{CSIZE} + \beta_4 \text{LEVER} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{COUNTRY} + \beta_7 \text{INDTYP}$$

$$\text{CEODU} = \beta_0 + \beta_1 \text{MTB} / \Delta\text{ASSET} / \Delta\text{SALE} / \Delta\text{NONCURRENTASSET} + \beta_2 \text{RISK} + \beta_3 \text{CSIZE} + \beta_4 \text{LEVER} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{COUNTRY} + \beta_7 \text{INDTYP}$$

$$\text{LNBOARDNUMBER} = \beta_0 + \beta_1 \text{MTB} / \Delta\text{ASSET} / \Delta\text{SALE} / \Delta\text{NONCURRENTASSET} + \beta_2 \text{RISK} + \beta_3 \text{CSIZE} + \beta_4 \text{LEVER} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{COUNTRY} + \beta_7 \text{INDTYP}$$

Como variáveis dependentes temos: Rácio de *Outsiders* (OUTR), medida obtida pelo rácio entre número de *Outsiders* e número total de membros do Conselho de Administração; *CEO Duality* (CEODU), que ocorre quando o *CEO* e o *Chairman* do Conselho de Administração são a mesma pessoa, o que pode originar problemas de agência; e número de membros do Conselho de Administração (LNBOARDNUMBER), variável discreta medida pelo logaritmo do número total de elementos do Conselho de Administração.

A variável explicativa inicial utilizada neste modelo foi o Rácio *Market-to-Book* (MTB), que mede a relação entre o valor de mercado do capital próprio da empresa e o valor contabilístico do capital próprio. Se o rácio for superior a 1, o valor de mercado é superior ao valor contabilístico do capital próprio e o mercado avalia positivamente a empresa e tem expectativas que justificam a oferta de um valor acima do que a empresa tem registado na contabilidade. O valor de mercado do capital próprio foi calculado pelo produto do número de acções em circulação e o preço no final do ano.

Adicionalmente, foram utilizadas outras medidas de crescimento devido ao facto de serem também consideradas na literatura como *proxies* para as oportunidades de crescimento, embora tal não seja tão frequente como o Rácio *Market-to-Book*. As medidas de crescimento adicionais utilizadas foram: Δ ASSET, a média do Crescimento do Activo entre os períodos 2006-2007 e 2007-2008; Δ SALE, a média do Crescimento das Vendas entre os períodos 2006-2007 e 2007-2008; e Δ NONCURRENTASSET, a média do Crescimento do Imobilizado entre os períodos 2006-2007 e 2007-2008.

Na análise empírica foram ainda incluídas variáveis de controlo, pelo impacto significativo que podem produzir nos resultados. Para a variável Risco (RISK), utilizamos a medida de risco desvio-padrão, obtida com dados de preços históricos retirados do *site Euronext* para cada uma das 206 empresas da amostra; foi considerado o efeito *stock split*⁴ e foram utilizados os preços ajustados. Destacam-se ainda como variáveis de controlo as seguintes: a variável Dimensão (CSIZE), medida pelo logaritmo do Activo Total; a variável Rácio de Endividamento (LEVER), obtido pelo quociente Endividamento Total / Activo Total, que permite aferir o grau de alavancagem da empresa, assim como os riscos potenciais de endividamento; a variável

⁴ O efeito *stock split* refere-se a uma medida adoptada por uma empresa para aumentar o número de acções existentes, representativas do seu capital social, de acordo com um determinado múltiplo. Apesar de serem emitidas mais acções, o valor da empresa permanece o mesmo, pelo que o ajuste é efectuado em baixa no preço das novas acções.

Rácio *Return-on-Equity*⁵ (ROE), medida de rentabilidade, indicador financeiro percentual que se refere à capacidade de uma empresa em agregar valor a ela mesma utilizando os seus próprios recursos; a variável País (COUNTRY), que se refere a potenciais diferenças culturais existentes entre os 4 países contidos na amostra retirada da *Euronext 100* e *Next 150* (França, Holanda, Bélgica e Portugal); e a variável Tipo de Indústria (INDTYP), pois a selecção da amostra não é arbitrária, sendo que empresas em certos sectores da economia, como sejam tecnologia de ponta, certos serviços de indústria, ou nichos de mercado de elevado crescimento, podem apresentar um crescimento potencial superior face a outros sectores. Nesta investigação, os dados encontram-se subdivididos em 9 sectores, segundo extracção retirada da *Euronext 100* e *Next 150*: *Oil & Gas*, *Basic Materials*, *Industrials*, *Consumer Goods*, *Health Care*, *Consumer Services*, *Telecommunications*, *Utilities*, *Technology*. As *dummies* criadas servem para controlar os efeitos específicos associados a cada sector (os designados *fixed effects*).

⁵ Para se calcular o *ROE*, multiplica-se a margem líquida de uma empresa pela rotação de activos e pela sua alavancagem financeira.

4. AMOSTRA E DADOS

4.1. Descrição da Amostra

A amostra seleccionada é constituída por 206 empresas europeias, retiradas da *Euronext 100* e *Next 150*. Da amostra inicial de cerca de 250 empresas foram excluídas 44 bancos e empresas financeiras⁶ que, pela sua própria natureza, não se enquadram na tipologia das empresas estudadas. Sendo empresas cotadas, a amostra foi recolhida recorrendo a informação disponível *online* nos próprios *sites* das empresas, *sites* das bolsas, etc., onde estão publicados os relatórios anuais, num horizonte temporal de três anos, entre 2006 e 2008, de modo a efectuarmos uma análise *cross-sectional*⁷.

Neste estudo optamos por utilizar a informação do ano mais recente da amostra recolhida (ano 2008) para as variáveis explicadas. De modo a minimizar o problema da endogeneidade, desfasamos em um ano as variáveis dependentes e independentes (excepto País e Tipo de Indústria), tendo utilizado o ano 2007 para as variáveis explicativas. Para obter a variação de crescimento do activo, das vendas e do imobilizado, foram consideradas as médias das taxas de crescimento, em termos reais, dos anos 2006-2007 e 2007-2008.

As taxas de inflação⁸ foram calculadas a partir do IHPC (índice harmonizado de preços ao consumidor). O IHPC é uma unidade de medida europeia para se poder fazer uma comparação adequada dos números de inflação europeus, e consiste numa média ponderada de índices de preços nos países membros e é calculada por país. Neste estudo foi considerada a inflação anual a Dezembro para os anos 2006, 2007 e 2008, dos países Portugal, França, Holanda e Bélgica. Os dados foram retirados do *site global-rates*.

Para tornar os dados coerentes e comparáveis, todos os valores monetários foram convertidos a uma única unidade monetária: o euro. Neste caso foram convertidos os valores monetários tendo em conta o último valor de referência do euro face à moeda em causa no ano a que reportam os dados disponíveis. Deste modo, uniformizam-se os dados a uma única unidade monetária, facilitando a comparação e o estudo dos dados

⁶ Ver Tabela 1 de Apêndices.

⁷ *Cross sectional study* refere-se a uma classe de métodos de pesquisa que envolve a observação de toda uma população, ou um subconjunto representativo da população, num tempo definido.

⁸ Ver Tabela 3 de Apêndices.

obtidos. As taxas de câmbio⁹ utilizadas foram obtidas através de *historic exchange rates* retirados do site *Oanda*.

Os dados foram tratados estatisticamente recorrendo ao *software Stata*.

Os valores *outliers*¹⁰ foram ajustados efectuando o *winsorizing*¹¹ nos percentis 1% e 99%, ou seja, as observações que estão abaixo do percentil 1 têm o valor da variável correspondente ao percentil 1, e as observações acima do percentil 99 são substituídas pelo valor da variável correspondente a esse percentil.

4.2. Estatísticas Descritivas

Na Tabela 4 que se segue encontra-se informação sumarizada das variáveis utilizadas neste estudo¹².

Tabela 4: Variáveis, Definições e Estatísticas Descritivas

Variável	Descritivo da Variável	Obs	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
Dependente							
OUTR	Rácio de Outsiders 08	191	0.5040	0.5000	0.1887	0.0000	0.9167
CEODU	CEO Duality 08	198	0.5758	1.0000	0.4955	0.0000	1.0000
LNBOARDNUMBER	Número de Membros do Conselho de Administração (Ln) 08	191	2.3890	2.3979	0.3181	1.3863	3.1781
OWNINST	Propriedade Institucional 08	180	0.2732	0.2150	0.2735	0.0000	0.9500
OWNBLOCK	Propriedade Não Institucional 08	180	0.2188	0.1014	0.2510	0.0000	0.9023
CEOCOMPOPT	Rácio Incentivos de Compensação de Longo-prazo do CEO - Opções 08	145	0.0673	0.0000	0.1704	0.0000	0.8804
Explicativa							
MTB	Rácio Market-to-Book 07	184	2.8121	2.2228	2.1676	0.2591	15.3436
ΔASSET	Crescimento do Activo (Média 06-07 07-08)	182	0.3644	0.4808	0.5608	-0.5470	2.7783
ΔSALE	Crescimento das Vendas (Média 06-07 07-08)	190	0.4659	0.4745	0.4006	-0.3484	1.8808
ΔNONCURRENTASSET	Crescimento do Imobilizado (Média 06-07 07-08)	188	0.5300	0.5061	0.5073	-0.4006	3.0185
Controlo							
RISK	Risco 07	187	0.0321	0.0181	0.1462	0.0100	2.0081
CSIZE	Dimensão (Logarimo do Activo) 07	192	21.9855	21.7804	1.6062	17.7667	26.6237
LEVER	Rácio de Endividamento 07	192	0.5961	0.6106	0.1598	0.0685	0.9289
ROE	Rácio Return-on-Equity 07	194	0.1739	0.1566	0.1843	-0.4366	1.2110

Das empresas estudadas verifica-se que, em termos médios, o Rácio de *Outsiders* apresenta um peso de 50,4%, de onde se retira um peso ligeiramente superior de *Outsiders* face a *Insiders* entre os membros do Conselho de Administração. A análise

⁹ Ver Tabela 3 em Apêndices.

¹⁰ Em estatística, valores *outliers* são observações aberrantes (Pestana & Gageiro, 2005), observações que apresentam um grande afastamento das demais da série ou que é inconsistente.

¹¹ *Winsorising* ou *Winsorization* consiste em limitar os valores extremos nos dados estatísticos para reduzir o efeito de *outliers*.

¹² Na Tabela 5 em Apêndices encontra-se informação estatística completa das variáveis analisadas neste estudo.

da variável *CEO Duality* permite aferir que em 57,6% das empresas estudadas o *CEO* e o *Chairman* do Conselho de Administração são a mesma pessoa. O número médio de membros do Conselho de Administração na amostra é de cerca de 11, considerando um mínimo de 4 elementos e um máximo de 24 elementos¹³.

A propriedade de accionistas institucionais apresenta-se como 27,3%, em média, da totalidade da estrutura de capital da amostra estudada. Na amostra analisada, os grandes accionistas maioritários não institucionais, considerando Empresas, Famílias, Conselhos de Administração e Estado, detêm, em termos médios, 21,9% da totalidade da estrutura de capital. Da totalidade de Incentivos de Compensação de Longo-Prazo auferidos pelo *CEO*, na amostra estudada, em termos médios, 6,73% correspondem a *Performance Options*, as quais atribuem ao *CEO* o direito de adquirir um determinado número de acções da empresa, a um preço previamente fixado, até ao final de um determinado período.

Em seguida apresentam-se os Gráficos 1 e 2 relativos a distribuição da amostra por países e sectores. Cerca de 58% das empresas da amostra são francesas e o tipo de indústria que se destaca em 32% dos dados retirados corresponde ao sector 2000 *Industrials*¹⁴.

Gráfico 1: Distribuição por País

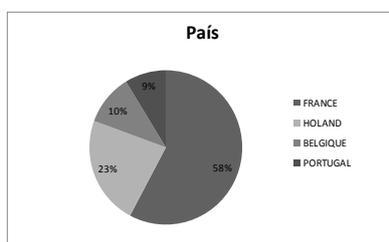
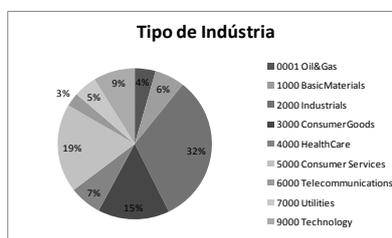


Gráfico 2: Distribuição por Tipo de Indústria



¹³ Ver Tabela 5 em Apêndices.

¹⁴ No Gráfico 3 de Apêndices destaca-se que, dos dados da amostra relativos ao Sector 2000 *Industrials*, cerca de 15,15% das observações correspondem a 2357 *Heavy Construction*; 13,64% a 2353 *Building Materials & Fixtures*; e 12,12% a 2733 *Electrical Components & Equipment*.

Tabela 6: Matriz de Correlação

	Rácio Outsiders	CEO Duality	Número Membros Conselho de Administração (Ln)	Propriedade Institucional	Propriedade Não Institucional	Rácio Incentivos Compensação Longo-Prazo CEO - Opções	Rácio Market-to-Book	Crescimento Activo	Crescimento Vendas	Crescimento Imobilizado	Risco	Dimensão	Rácio Endividamento	Rácio ROE
Rácio de Outsiders	1													
CEO Duality	0.0497	1												
Número de Membros do Conselho de Administração (Ln)	-0.0573	-0.0162	1											
Propriedade Institucional	0.1713	0.0866	0.1312	1										
Propriedade Não Institucional	-0.1437	-0.0733	0.0359	-0.4730	1									
Rácio Incentivos Compensação Longo-Prazo CEO - Opções	0.0811	0.0662	0.1757	-0.0025	0.1168	1								
Rácio Market-to-Book	0.0686	0.0171	-0.0682	0.0039	0.0651	0.0346	1							
Crescimento do Activo	-0.3129	0.0759	0.2729	0.1100	0.1113	0.1062	-0.0139	1						
Crescimento das Vendas	-0.1866	0.1017	0.1887	0.1321	0.0088	0.0365	0.0514	0.7186	1					
Crescimento do Imobilizado	-0.1910	0.1618	0.0889	0.1430	-0.0363	0.0222	0.0277	0.8427	0.6843	1				
Risco	0.0585	0.0552	-0.0340	-0.0704	-0.0289	-0.0319	-0.0340	-0.1103	0.0046	-0.0736	1			
Dimensão	0.1365	0.0595	0.5732	0.1505	-0.0461	0.1478	-0.2632	0.0828	0.0331	-0.0427	-0.0941	1		
Rácio de Endividamento	0.0021	0.1165	0.2655	0.1703	-0.0143	0.0128	-0.0465	0.0648	0.1084	0.0099	-0.1393	0.4425	1	
Rácio Return-on-Equity	-0.0037	0.0965	-0.0328	-0.0371	-0.0589	-0.1107	0.3932	-0.1612	-0.1184	-0.1067	-0.1084	-0.0166	0.2056	1

Na Tabela 6 apresentamos a Matriz de Correlação, que é importante pois permite verificar se as *proxies* para oportunidades de crescimento estão correlacionadas ou não, sendo que no caso deste estudo as variáveis Crescimento do Activo e Crescimento do Imobilizado estão fortemente correlacionadas e se fossem incluídas ao mesmo tempo numa regressão registrar-se-iam problemas de multicolinearidade¹⁵.

¹⁵ No modelo de regressão linear múltipla podem ocorrer problemas de elevada multicolinearidade, ou seja, que as variáveis explicativas não sejam linearmente independentes, o que significa não se poder separar a influência de cada uma das variáveis independentes na variável dependente (Pestana & Gageiro, 2005). A existência de multicolinearidade é constatada quando o R^2 é muito alto sem que nenhum dos coeficientes da regressão seja estatisticamente significativo segundo a estatística t convencional. As consequências da multicolinearidade numa regressão são a de erros-padrão elevados, no caso de multicolinearidade moderada ou severa, e até mesmo a impossibilidade de qualquer estimação se a multicolinearidade for perfeita. A ausência de multicolinearidade é, pois, uma das premissas para estabelecer um modelo de regressão múltipla correcto.

A variável Crescimento das Vendas apresenta também uma correlação significativa com as variáveis Crescimento do Activo e Crescimento do Imobilizado. Esta Tabela serve também para analisar se há correlações fortes entre as variáveis independentes.

Seguem-se as correlações mais importantes da Tabela 6, associadas à hipótese central, efectuando-se a ligação com alguma literatura, mas salvaguardando que são apenas alguns indícios, dado que interpretações mais aprofundadas serão realizadas no âmbito da análise das regressões.

Os resultados apresentados na Matriz de Correlação são consistentes com a investigação de Boyd (1994, 1995), conforme citado por McGuire (2000), que indica que a superior informação de Conselhos de Administração com predominância de membros *Insiders* pode ser relevante em ambientes mais incertos e dinâmicos como os que caracterizam empresas de mais elevado crescimento. Neste estudo verifica-se consistência com as conclusões da McGuire (2000) e Boyd (1994, 1995) para as variáveis Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, que se apresentam correlacionadas negativamente com o Rácio de *Outsiders*.

As investigações de Kwok (1998), Brickley et al. (1996) e de Pfeffer e Salancik (1978) apresentam-se consistentes com os resultados da Tabela 6 para as variáveis Rácio *Market-to-Book*, Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, verificando-se uma correlação positiva entre *CEO Duality* e oportunidades de crescimento.

Os resultados apresentados na Matriz de Correlação demonstram que a variável número de elementos do Conselho de Administração apresenta uma associação negativa com a medida de crescimento Rácio *Market-to-Book*, em coerência com o argumento de Jensen (1993), ao passo que se regista uma associação positiva com Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado.

5. ANÁLISE EMPÍRICA

Dois tipos de análise são aplicados na presente investigação: univariada e multivariada.

5.1. Análise Univariada

Na análise univariada cada variável é estudada isoladamente e de forma descritiva. Nesta secção seguem-se o teste de igualdade das médias e o teste de igualdade das medianas. Nas tabelas respectivas constam as variáveis a analisar no âmbito da hipótese central: Rácio de *Outsiders*, *CEO Duality* e número de membros do Conselho de Administração, e ainda as restantes variáveis de governação a utilizar nas hipóteses alternativas.

Para o efeito deste estudo a amostra foi dividida em duas sub-amostras: empresas de menor crescimento e empresas de maior crescimento, para cada uma das variáveis de crescimento consideradas no estudo: Rácio *Market-to-Book*, Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, de modo a proceder-se a análise de como as variáveis se comportam em empresas distribuídas nestes dois estágios de crescimento. Os resultados principais encontram-se reflectidos nas Tabelas 7 e 8 que se seguem. Em cada tabela temos quatro painéis para cada uma das medidas de crescimento consideradas.

5.1.1. Teste de Igualdade das Médias

O teste de igualdade das médias permite testar se uma determinada variável apresenta médias iguais em diferentes grupos da população. Neste estudo foi aplicado o teste estatístico T^{16} para médias de duas amostras independentes, considerando a sub-amostra designada com *Maior Cresc* como correspondendo ao grupo de empresas de mais elevado crescimento, e a sub-amostra designada com *Menor Cresc* como

¹⁶ O Teste T permite testar hipóteses sobre médias de uma variável de nível quantitativo em um ou em dois grupos, formados a partir de uma variável qualitativa. Para duas amostras independentes compara-se a média de uma variável num grupo com a média da mesma variável noutro grupo (Pestana & Gageiro, 2005).

correspondendo ao grupo de empresas de menos elevado crescimento. No teste de igualdade das médias para a variável *CEO Duality*, por se tratar de uma variável dicotómica, a média obtida corresponde à proporção de 1's em cada grupo da amostra.

Tabela 7: Teste de Igualdade das Médias

T Test	Rácio Outsiders	CEO Duality	Número Membros Conselho de Administração (Ln)	Propriedade Institucional	Propriedade Não Institucional	Rácio Incentivos Compensação Longo-Prazo CEO - Opções
Rácio Market-to-Book						
Média Maior Cresc	0.5075	0.6087	2.3804	0.2569	0.2613	0.0750
Média Menor Cresc	0.4955	0.5326	2.3865	0.2849	0.1740	0.0594
N Maior Cresc	88	92	88	81	81	63
N Menor Cresc	91	92	91	89	89	77
t-stats	0.4235	1.0399	-0.1255	-0.6645	2.3691**	0.5389
Crescimento do Activo						
Média Maior Cresc	0.4564	0.6813	2.4803	0.2915	0.2537	0.0720
Média Menor Cresc	0.5440	0.4945	2.3133	0.2384	0.1966	0.0523
N Maior Cresc	89	91	89	88	88	62
N Menor Cresc	88	91	88	80	80	76
t-stats	3.1415***	2.5931***	3.6773***	1.2779	1.4608	0.7340
Crescimento das Vendas						
Média Maior Cresc	0.4683	0.6489	2.4543	0.2748	0.2303	0.0691
Média Menor Cresc	0.5423	0.5158	2.3146	0.2590	0.2128	0.0565
N Maior Cresc	91	94	91	89	89	64
N Menor Cresc	93	95	93	85	85	79
t-stats	-2.7062***	1.8628*	3.0149***	0.3841	0.4565	0.4745
Crescimento do Imobilizado						
Média Maior Cresc	0.4799	0.6882	2.4477	0.2898	0.2225	0.0597
Média Menor Cresc	0.5215	0.4894	2.3430	0.2491	0.2214	0.0615
N Maior Cresc	91	93	91	90	90	64
N Menor Cresc	90	94	90	83	83	75
t-stats	-1.4791	2.8050***	2.3430**	0.9884	0.0279	-0.0660

legenda: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Na Tabela 7 constata-se que a variável Rácio de *Outsiders* apresenta, em termos médios, valores superiores em empresas de mais elevado crescimento considerando a variável Rácio *Market-to-Book*, e valores inferiores em empresas de mais elevado crescimento considerando as medidas Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado; a variável *CEO Duality* apresenta, para as quatro medidas, uma maior proporção de *CEO Duality* em empresas de mais elevado crescimento; o número de elementos do Conselho de Administração mostra-se, em média, inferior em empresas de mais elevado crescimento para o Rácio *Market-to-Book*, e superior para as medidas Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado. A propriedade accionista institucional apresenta-se superior em empresas de maior crescimento considerando as variáveis Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, revelando-se inferior em empresas de maior crescimento para a variável Rácio *Market-to-Book*. A propriedade accionista não institucional revela-se mais elevada em empresas de mais elevado crescimento para as quatro medidas de crescimento. Os incentivos de

compensação de longo-prazo do *CEO* baseados em opções são superiores em empresas de mais elevado crescimento para as variáveis Rácio *Market-to-Book*, Crescimento do Activo e Crescimento das Vendas, revelando-se superiores em empresas de menos elevado crescimento para o Crescimento do Imobilizado.

Para um nível de significância $\alpha = 5\%$, e tratando-se de um teste bilateral, o quantil crítico da distribuição normal $N(0,1)$ é $t_{0.05} = \pm 1.96$, pelo que se conclui que se deve rejeitar a hipótese nula para a variável Rácio de *Outsiders*, considerando as medidas Crescimento do Activo e Crescimento das Vendas; para a variável *CEO Duality*, considerando as medidas Crescimento do Activo e Crescimento do Imobilizado; para a variável número de membros do Conselho de Administração, para as medidas Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado; e para a variável propriedade não institucional, considerando a medida Rácio *Market-to-Book*. Para estas variáveis verificou-se existir evidência de uma diferença significativa entre as médias das duas amostras.

5.1.2. Teste de Igualdade das Medianas

O teste de igualdade das medianas visa verificar se duas amostras diferem em relação às suas tendências centrais, uma vez que a mediana é o valor que marca o centro da distribuição amostral. Assim, o teste exige que as amostras possam ser pelo menos passíveis de uma ordenação por valores ascendentes dos dados, para que se possa calcular o valor da mediana. No caso deste estudo, as medianas das variáveis Rácio *Market-to-Book*, Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado são, respectivamente: 2.2228, 0.4808, 0.4745 e 0.5061.

Neste estudo aplicamos o teste U de *Mann-Whitney*, também designado *Wilcoxon rank-sum test*. Trata-se de um teste não paramétrico alternativo ao teste T para comparar as medianas de duas amostras independentes (Pestana & Gageiro, 2005). A hipótese nula estabelece que as duas amostras têm a mesma distribuição, e se tal acontecer, as medianas das duas amostras são iguais. Para valores grandes da estatística U são favoráveis à aceitação da hipótese nula, e valores pequenos de U são favoráveis à não aceitação da hipótese nula. O teste de igualdade de medianas não foi aplicado à variável *CEO Duality* por se tratar de uma variável dicotómica.

Tabela 8: Teste de Igualdade das Medianas

Mann-Whitney Test	Rácio Outsiders	Número Membros Conselho de Administração (Ln)	Propriedade Institucional	Propriedade Não Institucional	Rácio Incentivos Compensação Longo- Prazo CEO - Opções
Rácio Market-to-Book					
Rank Sum Maior Cresc	8154.5	7947.5	6689.0	7595.5	4499.0
Rank Sum Menor Cresc	7955.5	8162.5	7846.0	6939.5	5371.0
N Maior Cresc	88	88	81	81	63
N Menor Cresc	91	91	89	89	77
z	0.677	0.080	-0.746	2.161**	0.350
Crescimento do Activo					
Rank Sum Maior Cresc	6835.5	9068.0	7797.5	7812.0	4470.0
Rank Sum Menor Cresc	8917.5	6685.0	6398.5	6384.0	5121.0
N Maior Cresc	89	89	88	88	62
N Menor Cresc	88	88	80	80	76
z	-3.187***	3.383***	1.159	1.234	1.010
Crescimento das Vendas					
Rank Sum Maior Cresc	7496.0	9457.0	7843.5	7892.0	4740.0
Rank Sum Menor Cresc	9524.0	7563.0	7381.5	7333.0	5556.0
N Maior Cresc	91	91	89	89	64
N Menor Cresc	93	93	85	85	79
z	-2.553**	2.893***	0.170	0.326	0.785
Crescimento do Imobilizado					
Rank Sum Maior Cresc	7798.0	9031.5	8119.0	7813.0	4372.0
Rank Sum Menor Cresc	8673.0	7439.5	6932.0	7238.0	5358.0
N Maior Cresc	91	91	90	90	64
N Menor Cresc	90	90	83	83	75
z	-1.372	2.141**	0.886	-0.054	-0.671

legenda: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Na análise da Tabela 8 constata-se que, para um nível de significância $\alpha = 5\%$, e tratando-se de um teste bilateral, o quantil crítico da distribuição normal $N(0,1)$ é $Z_{0.05} = \pm 1.96$, pelo que se conclui que se deve rejeitar a hipótese nula para a variável Rácio de *Outsiders*, considerando as medidas Crescimento do Activo e Crescimento das Vendas; para a variável número de membros do Conselho de Administração, para as medidas Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado; e para a variável propriedade não institucional, considerando a medida Rácio *Market-to-Book*. As conclusões revelam-se em concordância com as obtidas com o teste *T*.

5.2. Análise Multivariada

Na regressão linear múltipla¹⁷ é estimado o efeito linear directo de um conjunto de variáveis independentes numa variável dependente. Uma vez que as variáveis independentes estão medidas em unidades diferentes, é difícil determinar a importância relativa de cada variável independente com base nos coeficientes de regressão parciais, sendo preferível examinar os parciais betas, pois permitem simplificar a equação da regressão e facultam um meio para se comparar o efeito relativo, na variável dependente, de cada uma das variáveis independentes, conforme Hair et al. (1998) e Pestana e Gageiro (2005).

Nesta análise serão apresentadas as regressões que testam a hipótese principal, sendo que as hipóteses alternativas virão numa secção à parte.

Conforme referido na apresentação da metodologia de investigação, o objectivo da formulação da hipótese central é aferir se o potencial de crescimento de uma empresa é influenciado pelo papel de monitorização e pela independência do seu Conselho de Administração, isto é, se empresas com elevado potencial de crescimento requerem Conselhos de Administração mais fiscalizadores.

Tabela 9: Regressões da Hipótese Central

	Rácio Outsiders 08		CEO Duality 08		Número Membros Conselho Administração (Ln) 08	
Rácio Market-to-Book 07	0.0178*	0.0178**	0.0564	0.0081	0.0099	0.0113
	(0.00922)	(0.00787)	(0.0633)	(0.0662)	(0.00969)	(0.0094)
Crescimento do Activo (Média 06-07 07-08)	-0.0737		0.6580		-0.0429	-0.0140
	(0.0632)		(0.5500)		(0.1130)	(0.1030)
Crescimento das Vendas (Média 06-07 07-08)	-0.0060	-0.0300	0.2110		0.0574	
	(0.0432)	(0.0432)	(0.4380)		(0.0754)	
Crescimento do Imobilizado (Média 06-07 07-08)		0.0094		0.7380**		
		(0.0505)		(0.3520)		
Risco 07	0.0429	0.0519	1.1110**	1.2530***	0.0837*	0.0953**
	(0.0339)	(0.0367)	(0.4460)	(0.4500)	(0.0480)	(0.0417)
Ln Activo 07	0.0200	0.0207*	-0.0621	-0.0519	0.1030***	0.1020***
	(0.0122)	(0.0124)	(0.0891)	(0.0877)	(0.0160)	(0.0160)
Rácio Endividamento 07	-0.0243	-0.0077	0.9520	0.9060	0.0078	0.0172
	(0.1110)	(0.1160)	(0.8480)	(0.8440)	(0.1520)	(0.1490)
ROE 07	-0.1800*	-0.1980**	0.6350	1.0140	0.0336	0.0151
	(0.0964)	(0.0953)	(0.7970)	(0.8020)	(0.1240)	(0.1180)
Constante	0.0698	0.0427	-0.3090	-0.3180	0.3310	0.3830
	(0.2940)	(0.2730)	(2.3650)	(2.2620)	(0.4260)	(0.4290)
Observações	161	161	166	166	161	161
R ²	0.171	0.166			0.465	0.462

Standard errors em parênteses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

¹⁷ A regressão linear múltipla é uma técnica estatística que pode ser usada para analisar a relação entre uma variável dependente e várias variáveis independentes (Hair et al., 1998).

Na Tabela 9, o comando *Outreg* permite automatizar o processo de conversão dos resultados das regressões¹⁸ para um formato de apresentação padrão. Analisando os resultados das regressões criadas, segue-se a confirmação se a hipótese é consistente com os resultados empíricos ou não, e respectiva explicação sustentada na literatura.

As variáveis Crescimento do Activo e Crescimento do Imobilizado estão fortemente correlacionadas, como se verifica na Tabela 6 desta dissertação, e se fossem incluídas ao mesmo tempo numa regressão existiriam fortes problemas de multicolinearidade. A variável Crescimento das Vendas apresenta-se também correlacionada significativamente com o Crescimento do Activo e o Crescimento do Imobilizado. Assim, dada a possível multicolinearidade entre as variáveis de crescimento, foram estimadas outras regressões não incluídas na Tabela 9, em que essas variáveis são usadas separadamente, verificando-se que os resultados são semelhantes aos apresentados.

De referir ainda que nas regressões utilizadas no âmbito desta e das demais hipóteses testadas neste estudo encontram-se implicitamente contidas as variáveis de controlo enumeradas na apresentação da metodologia.

5.2.1. Presença de *Outsiders* no Conselho de Administração

Pela análise *Insiders* versus *Outsiders*, este estudo conclui que, para as variáveis Rácio *Market-to-Book* e Crescimento do Imobilizado, se regista uma relação positiva entre a representação de *Outsiders* e as oportunidades de crescimento, em concordância com a bibliografia convencional. Salienta-se que a medida Rácio *Market-to-Book* é estatisticamente significativa com um nível de significância de 5% ($p < 0.05$). Segundo Zhara (1996), citando Zhara e Pearce (1989), uma elevada proporção de *Outsiders* no Conselho de Administração aumenta a eficiência da monitorização, acresce independência e confere integridade às decisões do *CEO*. Na mesma linha de raciocínio, John e Senbet (1998) afirmam que o acréscimo de independência dos Conselhos de

¹⁸ *R-squared* (R^2) ou Coeficiente de Determinação é uma medida relativa da qualidade do ajustamento, da capacidade explicativa do modelo; mede a parcela da variação da variável dependente que é explicada pelas variáveis independentes. *Standard errors* ou erro-padrão é uma medida da precisão da média amostral; o desvio padrão da distribuição das médias das amostras de uma população, indicando o quão a amostra é representativa da população (Pestana & Gageiro, 2005).

Administração apresenta uma relação directa com o aumento da percentagem de membros *Outsiders*.

Contudo, Zhara (1996) constata que a investigação não sustenta em uníssono a presumida associação positiva entre Rácio de *Outsiders* no Conselho de Administração e empreendedorismo empresarial. O mesmo autor, citando Baysinger et al. (1991), refere que a predominância de *Insiders* no Conselho de Administração está relacionada positivamente com investimento em investigação e desenvolvimento, um indicador de inovação. Neste estudo, considerando as variáveis Crescimento do Activo e Crescimento das Vendas, verifica-se uma relação positiva entre a representação de *Insiders* e as oportunidades de crescimento, donde se conclui a relevância de uma maior fracção de *Insiders* nos Conselhos de Administração de empresas com mais elevadas perspectivas de crescimento.

Segundo McGuire (2000), os *Outsiders*, sendo membros mais independentes, apenas têm uma ligação com a empresa no âmbito das suas responsabilidades e deveres no Conselho de Administração. Uma vez que no contexto dinâmico e incerto de empresas com elevado potencial de crescimento é particularmente importante um conhecimento profundo dos desafios da empresa, a vantagem informativa de que os membros *Insiders* dispõem revela-se muito útil. Segundo o mesmo autor, em contraste, em ambiente de mais fracas perspectivas de crescimento, a vantagem informativa dos *Insiders* é menos pronunciada, e os membros *Outsiders* têm capacidade de autónoma e independentemente monitorizar a actividade de gestão.

Adicionalmente, Baysinger e Hoskisson (1990) observam que os membros *Insiders*, através do seu envolvimento na cultura, processos e estratégias das organizações, estão mais familiarizados com possíveis projectos de empreendedorismo empresarial relativamente a membros *Outsiders*.

Em suma, no seu estudo, McGuire (2000) postula que elevadas perspectivas de crescimento estão relacionadas com necessidade de flexibilidade, ênfase no longo-prazo, e uma proporção mais significativa de *Insiders* nos seus Conselhos de Administração. Estes resultados são consistentes com estudos de Boyd (1994, 1995), citado por McGuire (2000), que defende que a informação superior de Conselhos de Administração com predominância de membros *Insiders* pode ser valorizada em contextos mais inconstantes e imprevistos.

Para efeitos de análise descritiva, na recolha de dados que foi efectuada, manualmente, a partir dos Relatórios de Contas disponibilizados nos sites das 206

empresas europeias da amostra, para a obtenção da informação relativa a número de membros *Outsiders*, o critério privilegiado adoptado foi o da Independência¹⁹.

5.2.2. *CEO Duality*

Neste estudo foi utilizado o modelo de escolha binária Probit, uma vez que a variável explicada é uma variável qualitativa cuja escolha recai entre duas alternativas disponíveis e mutuamente exclusivas. Deste modo, para as variáveis de crescimento Rácio *Market-to-Book*, Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, verifica-se uma relação positiva entre a variável *CEO Duality* e a monitorização exercida pelo Conselho de Administração. Salienta-se que a medida Crescimento do Imobilizado é estatisticamente significativa com um nível de significância de 5% ($p < 0.05$).

De facto, há literatura que sustenta que uma estrutura de liderança unitária contribui para uma liderança mais eficaz. Nomeadamente, Kwok (1998) cita Pfeffer e Salancik (1978), que afirmam que o *CEO* tem capacidade de decidir e reagir com mais prontidão e rapidez às condições mutáveis do mercado, sem necessitar aguardar pela validação do *Chairman*.

Salvaguarda-se, porém, os argumentos de autores que defendem a separação dos cargos de *CEO* e *Chairman* do Conselho de Administração. Com efeito, Jensen (1993) pondera que funções divididas de *Chairman* e *CEO* permitem reduzir os custos de agência e melhorar o desempenho de gestão. O mesmo autor considera que, a não ser assim, e estando o poder decisório concentrado nas mãos de um só indivíduo, o *CEO* controla a informação colocada à disposição dos membros do Conselho de Administração, ficando estes, deste modo, sob o controlo dos gestores, sem possibilidade de desempenhar com independência e eficiência as funções de contratar,

¹⁹ Em 62% dos casos foi possível encontrar esclarecimento directo nos Relatórios de Contas sobre o número de membros independentes que compõem o Conselho de Administração. No entanto, em cerca de 10% dos casos, a obtenção de informação foi apenas possível pelo recurso ao critério Executivo *versus* Não Executivo, considerando que os membros Não Executivos, por não ocuparem cargos de direcção e tomada de decisão na estratégia da empresa, seriam os membros independentes. Nos restantes 28% dos casos recorreu-se ao critério *Management Board* (Conselho de Administração constituído na totalidade por membros executivos) *versus* *Supervisory Board* (Conselho de Administração constituído na totalidade por elementos não-executivos) existentes em *Two-Tier Boards*, sistemas em que a empresa tem dois Conselhos de Administração distintos, sendo que os membros pertencentes ao *Supervisory Board* são considerados independentes, pois são estes que supervisionam as políticas implementadas pelos membros do *Management Board*. Ver Gráfico 4 em Apêndices.

dispensar e compensar os gestores de topo, e ainda aprovar e monitorizar decisões relevantes.

No âmbito dos resultados verificados neste estudo, é comprovada uma cisão das posições de *CEO* e de *Chairman* no mesmo indivíduo. Em coerência com estes resultados, Kwok (1998) defende que empresas com elevado potencial de crescimento, que apresentam necessidade de recorrer ao mercado para financiar os seus projectos de investimento, compelem uma monitorização efectuada pelas próprias forças do mercado e, deste modo, conduzem as empresas a trabalhar mais eficientemente. Para além disso, o ambiente empresarial muito dinâmico e incerto de empresas de elevado crescimento conduz a uma maior demanda de liderança única e forte, garantindo um tempo de resposta mais rápido e uma maior responsabilização do *CEO*. Assim, em empresas com elevadas perspectivas de crescimento, os custos da separação de posições apresentam-se mais elevados e, logo, os benefícios da separação mais baixos, registando-se poucas oportunidades para que o *CEO* e os gestores prevariquem e actuem na prossecução dos seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos accionistas.

5.2.3. Dimensão do Conselho de Administração

Pela análise dos dados, utilizando a variável Crescimento do Activo, é comprovado o argumento de Jensen (1993) relativo à maior eficiência de Conselhos de Administração mais pequenos, sendo que na nossa investigação o Conselho de Administração é constituído, em termos médios, por onze elementos. De facto, Coles et al. (2008) citam Lipton e Lorsch (1992) que recomendam que o número de membros do Conselho de Administração deve estar compreendido entre oito e nove elementos, pois um número mais elevado torna-se mais difícil para o *CEO* controlar, para além de resultar em debates menos produtivos, consumidores de tempo e recursos, e denotando, no cômputo final, falta de coesão dos membros do Conselho de Administração.

Com efeito, há literatura que defende que Conselhos de Administração maiores podem revelar-se menos eficientes do que Conselhos de Administração mais pequenos. Concretamente, Hermalin e Weisbach (2003), citados por Shakir (2006), sustentam que, quando Conselhos de Administração são compostos por um número de elementos excessivo, o problema de agência pode aumentar, já que alguns membros podem agir como *free riders*, considerando que os outros membros estão a exercer o papel

fiscalizador em seu lugar. Adicionalmente, segundo Shakir (2006), o problema de coordenação ultrapassa e condiciona as vantagens da participação de mais membros, conforme defendido por Jensen (1993), e acresce que, à medida que um Conselho de Administração se torna demasiado grande, este pode remeter-se para um papel mais figurativo e simbólico, em vez de cumprir as funções que lhe são atribuídas.

Porém, considerando as variáveis Rácio *Market-to-Book*, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, este estudo não permite confirmar o argumento de Jensen (1993) relativo à maior eficiência de Conselhos de Administração mais pequenos. Com efeito, segundo Coles et al. (2008), apesar de comprovarem que existe consenso geral na literatura de que Conselhos de Administração mais pequenos se revelam mais férteis e coerentes, fiscalizando a empresa mais eficientemente, ao passo que grupos maiores se debatem com problemas de organização. Contudo, os mesmos autores defendem que o papel supervisor e de aconselhamento do Conselho de Administração tem recebido menos atenção. Uma vez que a função dos membros do Conselho de Administração é aconselhar o *CEO*, estes autores sustentam que empresas que requerem mais consultas e pareceres, empresas com maior dimensão e mais diversificadas, podem beneficiar de Conselhos de Administração maiores. Seguindo a mesma linha de raciocínio, Klein (1998), citado por Coles et al. (2008), postula que a necessidade de aconselhamento do *CEO* aumenta com a complexidade da organização e, logo, com maiores perspectivas de crescimento.

Adicionalmente, pode-se referir o estudo de Andrade et al. (2009), que constata que as decisões dos gestores são monitorizadas de forma mais eficiente por Conselhos de Administração que possuem uma quantidade maior de elementos.

Em jeito de conclusão, refira-se o argumento de Ning et al. (2010), que combina a fundamentação da teoria da agência e da teoria da dependência de recursos como explicação para a dimensão ideal do Conselho de Administração. Por um lado, a teoria da agência argumenta que há custos adicionais quando os Conselhos de Administração são muito grandes. Por outro lado, a teoria da dependência de recursos afirma que Conselhos de Administração beneficiam as empresas, facultando acesso a mais recursos externos. Deste modo, os mesmos autores propõem que ambas as teorias têm visões relevantes a considerar e que, na prática, a maioria das empresas não apresenta Conselhos de Administração muito grandes nem muito pequenos, defendendo que, efectivamente, as empresas vão ajustando a dimensão dos seus Conselhos de Administração ao longo do tempo em direcção a um nível óptimo.

Com relação às variáveis de controlo, verifica-se que a variável Risco se apresenta estatisticamente significativa considerando a *CEO Duality* e o número de membros do Conselho de Administração; a variável Dimensão, medida pelo logaritmo do Activo Total, apresenta-se estatisticamente significativa considerando o Rácio de *Outsiders* e o número de membros do Conselho de Administração; e a variável Rácio *Return-on-Equity* apresenta-se estatisticamente significativa considerando a proporção de membros *Outsiders* no Conselho de Administração.

Efectivamente, a associação positiva registada pela *CEO Duality* e pelo número de membros do Conselho de Administração face à variável Risco pode ser explicada pelo facto de empresas vocacionadas para elevado crescimento serem caracterizadas por gestores e *CEOs* motivados para correr riscos em projectos de longo-prazo, como refere McGuire (2000). Adicionalmente, a relação positiva verificada pelo Rácio de *Outsiders* e pelo número de membros do Conselho de Administração face à variável Dimensão pode ser justificada, conforme defendido por Coles et al. (2008), pelo facto de que empresas maiores apresentam uma maior necessidade de aconselhamento e recolha de opiniões e pareceres, encontrando vantagens em maiores Conselhos de Administração, em que um maior número de elementos representa uma maior probabilidade de conselhos experientes. A relação negativa registada entre o Rácio *Return-on-Equity* e a percentagem de membros *Outsiders* no Conselho de Administração pode ser clarificada pelo facto da capacidade que a empresa tem de agregar valor a ela própria, utilizando os seus próprios recursos, estar relacionada com o perfil de empresas orientadas para elevadas perspectivas de crescimento e que, como advoga McGuire (2000), registam uma presença significativa de membros *Insiders* no Conselho de Administração,

Atendendo aos resultados obtidos no *software* informático *Stata*, a hipótese central que formulamos revela-se sustentável. Face ao exposto, encontramos evidência na literatura que comprova que, para as variáveis Rácio *Market-to-Book* e Crescimento do Imobilizado, se regista uma relação positiva entre a representação de *Outsiders* e as oportunidades de crescimento; para as quatro variáveis de crescimento: Rácio *Market-to-Book*, Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, verifica-se uma relação positiva entre a variável *CEO Duality* e a monitorização exercida pelo Conselho de Administração; e considerando a variável Crescimento do Activo, é confirmada a maior eficiência de Conselhos de Administração mais pequenos. Concluimos, portanto, que empresas com mais elevado potencial de

crescimento preocupam-se com a sua boa imagem e boa reputação revelando a importância de Conselhos de Administração mais activamente fiscalizadores.

Contudo, ressalva-se a natureza mista dos resultados tendo em conta diferentes medidas de crescimento. Para estes casos, que registam resultados empíricos não consistentes com a hipótese central, foi apresentada explicação sustentada na literatura. Deste modo, os resultados mistos da análise motivam o interesse acrescido do estudo de hipóteses alternativas que serão apresentadas mais à frente.

5.3. Testes de Robustez

A problemática da endogeneidade e causalidade invertida conduz à necessidade de serem efectuados testes de robustez de modo a verificar a relação causa-efeito entre as variáveis utilizadas, nomeadamente através de: *Two Stage Least Squares (2SLS) regression analysis*.

A análise de regressão *2SLS* encontra-se documentada em diversos estudos, como seja o de Donald (1995), sendo usada quando os termos do erro da variável dependente são correlacionados com as variáveis independentes. Nesta análise é utilizada uma variável instrumental para criar uma nova variável que substitui a variável problemática.

O *2SLS* é uma estimação em duas fases: primeiro, apresenta-se a primeira regressão que é estimada, ou seja, a regressão com as variáveis instrumentais, e depois a regressão que é estimada na segunda fase. O modelo com as variáveis instrumentais contém também todas as variáveis de controlo do segundo modelo, acrescido das variáveis instrumentais.

De destacar que, neste estudo, para minimizar os efeitos de causalidade reversa, as variáveis independentes foram defasadas num período, i.e., utilizamos para as variáveis explicativas (excepto as variáveis País e Tipo de Indústria) dados do ano 2007, e para as variáveis dependentes utilizamos dados do ano 2008.

Nos testes de robustez da Tabela 10 que se segue, aplicados à variável Rácio de *Outsiders* foram utilizadas como variáveis instrumentais as variáveis Rácio *Market-to-Book* 06, Rácio Vendas 06 / Imobilizado 06 e Propriedade Institucional 07. Para a variável *CEO Duality* as variáveis instrumentais consideradas foram Rácio *Market-to-Book* 06, Rácio Vendas 06 / Imobilizado 06 e Ln Activo 06. Para a variável número de membros do Conselho de Administração foram utilizadas como variáveis instrumentais Rácio *Market-to-Book* 06, Ln Activo 06 e Propriedade Institucional 07.

Salienta-se que foram efectuadas outras estimações não incluídas na Tabela 10. As variáveis Crescimento do Activo e Crescimento do Imobilizado estão fortemente correlacionadas, como se verifica na Tabela 6 desta dissertação, e se fossem incluídas ao mesmo tempo numa regressão existiriam fortes problemas de multicolinearidade. A variável Crescimento das Vendas apresenta também uma correlação significativa com as variáveis Crescimento do Activo e Crescimento do Imobilizado.

Tabela 10: Testes de Robustez da Hipótese Central

	Rácio Outsiders 08		CEO Duality 08		Número Membros Conselho Administração (Ln) 08	
	Modelo Fase 1	Modelo Fase 2	Modelo Fase 1	Modelo Fase 2	Modelo Fase 1	Modelo Fase 2
Rácio Market-to-Book 07		0.0178** 0.0079 0.0250		0.0081 0.0662 0.9030	0.0184 0.0177 0.3010	0.0113 0.0094 0.2330
Crescimento do Activo (Média 06-07 07-08)						-0.0140 0.1030 0.8930
Crescimento das Vendas (Média 06-07 07-08)		-0.0300 0.0432 0.4880				
Crescimento do Imobilizado (Média 06-07 07-08)	0.0788 0.1600 0.6240	0.0094 0.0505 0.8530	0.8640** 0.3720 0.0220	0.7380** 0.3520 0.0360		
Risco 07	0.0305 0.1070 0.7760	0.0519 0.0367 0.1590	0.3790 0.2760 0.1720	1.2503*** 0.4500 0.0050	0.0915 0.1320 0.4900	0.0953** 0.0417 0.0240
Ln Activo 07	0.0268* 0.0148 0.0720	0.0207* 0.0124 0.0980	-0.0058 0.0346 0.8660	-0.0519 0.0877 0.5540	0.1090*** 0.0188 0.0000	0.1020*** 0.0160 0.0000
Rácio Endividamento 07	-0.0139 0.1370 0.9190	-0.0077 0.1160 0.9470	0.4260 0.3310 0.1990	0.9060 0.8440 0.2830	-0.1430 0.1710 0.4040	0.0172 0.1490 0.9080
ROE 07	-0.1820 0.1180 0.1270	-0.1980** 0.0953 0.0400	0.1710 0.2710 0.5280	1.0100 0.8020 0.2060	0.0288 0.1750 0.8700	0.0151 0.1180 0.8980
Rácio Market-to-Book 06	0.0222 0.0182 0.2240		0.0064 0.0156 0.6840		0.9192*** 0.0702 0.0000	
Rácio Vendas 06 / Activo 06						
Rácio Vendas 06 / Imobilizado 06	0.0786*** 0.0198 0.0000		0.0137 0.0102 0.1790			
Ln Activo 06			-0.5999*** 0.1231 0.0000		1.2309** 0.5328 0.0230	
Propriedade Institucional 07	-0.1004 0.0883 0.2570				-0.2710 0.3457 0.4350	
Constante	0.0550 0.3120 0.8600	0.0427 0.2730 0.8760	-0.5830 1.0700 0.5850	-0.3180 2.2600 0.8880	0.2120 0.4270 0.6200	0.3830 0.4290 0.3730

legenda: b/se/p

Em resumo, esta análise permite demonstrar que a direcção dos resultados em termos de sinal dos coeficientes das variáveis relativas à hipótese central se mantém comparativamente às regressões iniciais, com excepção da variável de controlo Rácio de Endividamento 07, no âmbito da análise da variável número de membros do Conselho de Administração que, contudo, não se apresenta estatisticamente significativa. Deste modo, as conclusões obtidas na discussão de resultados mantêm-se.

6. HIPÓTESES ALTERNATIVAS

Há muita literatura que defende que o Conselho de Administração não é o mecanismo de governação empresarial mais eficiente. Alguns estudos duvidam da sua eficiência, uma vez que o Conselho de Administração se apresenta muito associado ao *CEO*. Segundo Mak e Kusnadi (2005), os Conselhos de Administração apresentam-se muitas vezes inactivos no seu papel fiscalizador, tendendo a ser favoráveis e amigáveis para com a gestão. Como resultado, não revelam o rigoroso e responsável desempenho esperado na monitorização da acção dos gestores. Tal motiva a necessidade de recrutar membros independentes *Outsiders* para o Conselho de Administração. Contudo, Mak e Kusnadi (2005) citam alguns estudos, como os de Jensen (1993), que desaconselham a participação de mais membros *Outsiders*, argumentando que os gestores controlam os *Outsiders*, pois são os *CEOs* que os seleccionam.

Com efeito, na bibliografia são encontrados vários estudos que indicam a ocorrência de factores limitativos da acção monitorizadora independente dos membros *Outsiders*. De acordo com Gulati e Westphal (1999), sendo os *CEOs* quem tradicionalmente selecciona a entrada de novos membros no Conselho de Administração, os *CEOs* podem nomear elementos com quem têm laços pessoais e/ou sociais, o que dificulta a actividade isenta do Conselho de Administração em contrariar as deliberações da gestão para salvaguardar os interesses dos accionistas. Assim, nesta perspectiva, os Conselhos de Administração revelam pouco potencial para agir como agentes de controlo independente.

Ressalva-se ainda que, à luz do sucedido em empresas americanas, os escândalos financeiros ocorridos, concretamente os casos *Enron* e *Worldcom*, conduzem a uma perda de credibilidade dos Conselhos de Administração e da qualidade do seu papel de monitorização e fiscalização. Tomando por exemplo o caso *Enron*, o seu Conselho de Administração não protegeu os interesses dos accionistas, tendo contribuído para a queda da sétima maior empresa pública americana ao facilitar que a empresa incorresse em transacções impróprias e ilícitas, em práticas contabilísticas de risco elevado e em excessiva remuneração executiva. O Conselho de Administração não garantiu ainda a independência do revisor de contas da empresa, permitindo que a *Andersen* facultasse auditoria interna e serviços de consultadoria ao mesmo tempo que se apresentava como revisor de contas independente. No actual contexto internacional, e dada a globalização da economia, pode-se aferir uma transposição da perda de fiabilidade da qualidade de

governança dos Conselhos de Administração americanos para a realidade europeia, explicando a crescente relevância relativa de mecanismos de monitorização alternativos.

A divergência de interesses entre os accionistas e os gestores pode ser minimizada, para além do Conselho de Administração, através de outros mecanismos substitutos e alternativos, como seja a monitorização por grandes accionistas e a atribuição de esquemas de remuneração do CEO com uma componente ajustada à performance da empresa.

Deste modo, encontramos motivação e relevância para considerar outras variáveis de governança e hipóteses alternativas neste estudo.

6.1. A Monitorização por Grandes Accionistas

O problema de agência accionista/gestor resulta da separação entre propriedade e controlo, pelo que a estrutura de distribuição da propriedade da empresa pelos respectivos proprietários pode contribuir para a minimização dos conflitos de interesses entre accionistas e gestores.

Alguma literatura focaliza-se na pressão exercida pelos grandes accionistas institucionais e não institucionais de modo a conduzir as empresas a maximizar o seu valor, independentemente da percentagem de capital detido pelos gestores. Shleifer e Vishny (1986) consideram que os accionistas maioritários podem suportar os elevados custos de monitorização e, segundo Zhara (1996), citando Jensen e Meckling (1976), a participação de um accionista institucional maioritário encoraja e motiva o *CEO* a levar a cabo projectos de investimento de longo-prazo, os quais comportam um maior risco.

De facto, segundo Shleifer e Vishny (1997), grandes accionistas podem contribuir para o alinhamento de interesses entre accionistas e gestores. Alves et al. (2007), citando Shleifer e Vishny (1986) e Demsetz e Lehn (1985), declaram que quando o accionista detém uma participação significativa do capital da empresa revela uma maior propensão para monitorizar a actividade do gestor, pois sabe que será atingido em maior grau pelo efeito de decisões que não visam a maximização do valor da empresa. Deste modo, segundo Alves et al. (2007), citando Shleifer e Vishny (1997) e Demsetz e Lehn (1985), a concentração accionista contribui para reduzir o comportamento *free rider*, criando incentivos para monitorizar e influenciar os gestores e, conseqüentemente, minimizar os custos de agência.

A literatura académica apresenta evidências de resultados mistos quanto ao efeito da participação de capital detida por grandes accionistas, institucionais e não institucionais, nas oportunidades de crescimento da empresa. Por um lado, alguns autores defendem que accionistas institucionais influenciam positivamente o empreendedorismo empresarial pois possuem mais informação acerca das empresas onde detêm capital, conforme postulado por Zhara (1996), citando Hansen e Hill (1991). Os estudos de Wright et al. (1996) encontram evidência de que investidores institucionais influenciam positivamente a tomada de risco orientada para o crescimento. Por outro lado, todavia, outros autores, como Graves (1988), citado por Zhara (1996), sustentam um efeito negativo participação de capital detida por institucionais nas oportunidades de crescimento da empresa, pois os accionistas institucionais podem ser movidos por objectivos de investimento de curto-prazo. Zhara (1996) refere ainda que Chaganti e Damanpour (1991) clarificam que os accionistas institucionais orientados para o curto-prazo são bancos de investimento e fundos privados, cujos gestores de fundos são avaliados trimestralmente. Adicionalmente, McGuire (2000) defende que pressões para performance financeira de curto-prazo podem desmotivar projectos arriscados de longo-prazo, nomeadamente se puserem em causa os objectivos financeiros de curto-prazo. O mesmo autor acrescenta que o enfoque no curto-prazo pode ser sobretudo prejudicial em empresas com elevado potencial de crescimento, para as quais se apresentam especialmente críticas opções estratégias e investimento de longo-prazo.

Salvaguarda-se, porém, que embora prolifere na literatura o pressuposto de que grandes accionistas têm mais poder e incentivos mais fortes para assegurar a maximização do valor para os accionistas, de acordo com Zeckhouser e Pound (1990), a relação verificada entre grandes detentores de capital e o valor da empresa é ambígua e mista, sendo que a percentagem de acções detidas por grandes accionistas, após ultrapassar determinado nível, pode conduzir a entrincheiramento dos gestores e dos accionistas maioritários e, em consequência, a expropriação da riqueza de accionistas minoritários.

Adicionalmente, Rediker e Seth (1995) afirmam que, na presença de relativamente grandes accionistas, é esperado que a proporção de *Outsiders* no Conselho de Administração constitua um mecanismo de monitorização menos relevante, conduzindo a uma menor necessidade de participação de membros *Outsiders* a desempenhar um papel fiscalizador no Conselho de Administração.

Deste modo, apresenta-se a seguinte hipótese alternativa:

Em empresas com mais elevadas perspectivas de crescimento os grandes accionistas institucionais e não institucionais detêm uma maior percentagem de acções dessas empresas.

As regressões utilizadas permitem testar a hipótese:

$$\text{OWNINST} = \beta_0 + \beta_1 \text{MTB} / \Delta \text{ASSET} / \Delta \text{SALE} / \Delta \text{NONCURRENTASSET} + \beta_2 \text{RISK} + \beta_3 \text{CSIZE} + \beta_4 \text{LEVER} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{COUNTRY} + \beta_7 \text{INDTYP}$$

$$\text{OWNBLOCK} = \beta_0 + \beta_1 \text{MTB} / \Delta \text{ASSET} / \Delta \text{SALE} / \Delta \text{NONCURRENTASSET} + \beta_2 \text{RISK} + \beta_3 \text{CSIZE} + \beta_4 \text{LEVER} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{COUNTRY} + \beta_7 \text{INDTYP}$$

A variável Propriedade Institucional (OWNINST) é definida como a percentagem de acções detidas por accionistas institucionais, como sejam fundos de pensões ou outros, bancos ou seguradoras. A variável Propriedade Não Institucional (OWNBLOCK) é definida como a percentagem de acções detidas por grandes accionistas não institucionais, considerando grandes accionistas quem detém pelo menos 5% das acções da empresa.

De referir que nestas regressões também desfasamos em um ano as variáveis dependentes e independentes para minimizar o problema de endogeneidade.

A análise dos resultados apresentados na Tabela 11 que se segue permite constatar, utilizando as variáveis Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, que os investidores institucionais apresentam um efeito negativo relativamente às oportunidades de crescimento, o que pode resultar de serem impulsionados por objectivos de investimento de curto-prazo e por alinhamento estratégico com a gestão. Efectivamente, devido a contingências de relações financeiras com a empresa, os investidores institucionais podem ser forçados a votar a favor da gestão em decisões que se revelam contra o interesse dos accionistas.

Tabela 11: Regressões de Monitorização por Grandes Accionistas

	Propriedade Institucional 08		Propriedade Não Institucional 08	
Rácio Market-to-Book 07	0.0058 (0.0101)	0.0065 (0.0089)	0.0112 (0.0118)	0.0053 (0.0112)
Crescimento do Activo (Média 06-07 07-08)	-0.0720 (0.1480)		0.0092 (0.0816)	
Crescimento das Vendas (Média 06-07 07-08)	-0.0723 (0.0665)	-0.0867 (0.0687)	-0.0248 (0.0623)	-0.0055 (0.0658)
Crescimento do Imobilizado (Média 06-07 07-08)		-0.0218 (0.0793)		-0.0393 (0.0543)
Risco 07	-0.0970* (0.0546)	-0.0971* (0.0575)	-0.0063 (0.0521)	-0.0230 (0.0541)
Ln Activo 07	0.0229 (0.0188)	0.0240 (0.0192)	-0.0106 (0.0161)	-0.0126 (0.0164)
Rácio Endividamento 07	0.0721 (0.1430)	0.0660 (0.1470)	-0.0356 (0.1640)	-0.0545 (0.1700)
ROE 07	0.0181 (0.1730)	0.0052 (0.1700)	-0.0232 (0.1560)	0.0269 (0.1550)
Constante	0.2440 (0.4730)	0.1680 (0.4520)	0.3210 (0.3770)	0.4410 (0.3830)
Observações	154	154	154	154
R ²	0.169	0.168	0.179	0.172

Standard errors em parênteses

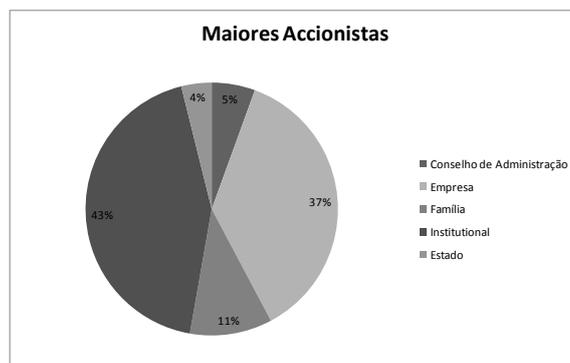
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Este estudo evidencia a ambiguidade e natureza mista da relação entre os grandes detentores de capital e as oportunidades de crescimento. A nossa investigação mostra, por um lado, que a propriedade accionista institucional apresenta uma associação negativa com as medidas Crescimento do Activo, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, coerente com argumento de McGuire (2000) e Graves (1988), e uma relação positiva com a medida Rácio *Market-to-Book*, conforme defendido por Hansen e Hill (1991). Por outro lado, a propriedade detida por não institucionais regista uma associação positiva com as medidas Rácio *Market-to-Book* e Crescimento do Activo, e negativa com Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado.

Esta investigação considerou ainda relevante efectuar uma análise da estrutura da propriedade de modo a determinar se a empresa é sujeita à influência de accionistas de controlo, identificados como sendo aqueles que detêm uma participação mínima de 20% no capital da empresa, e que grau de influência estes accionistas exercem. Assim, neste estudo foi considerada a participação dos maiores accionistas controladores e, conseqüentemente, o peso relativo destes no total das participações, pois estes proprietários podem frequentemente influenciar a empresa, derivado das fortes

participações que possuem. Deste modo, para efeitos de análise descritiva, foi recolhida informação, manualmente, a partir dos Relatórios de Contas disponibilizados nos sites das 206 empresas europeias da amostra, para o tipo de maior accionista controlador, número de maiores accionistas por empresa e denominação destes²⁰.

Gráfico 5: Tipologia de Grandes Accionistas



Os dados obtidos recolhidos manualmente correspondem a 180 observações do total das 206 empresas europeias da amostra, cujos valores se encontram repartidos pelos 5 tipos de accionistas considerados: *Conselho de Administração*, *Empresa*, *Família*, *Institucional* e *Estado*. Destacam-se os accionistas institucionais em 43% das empresas para as quais foi possível obter esta informação adicional, seguidos de grandes accionistas – Empresas, salientados em 37% das observações, donde se comprova a relevância da consideração da hipótese alternativa considerada no âmbito deste estudo.

Em conclusão, apesar da ambiguidade dos resultados obtidos, constata-se que, no caso de accionistas institucionais para a medida Rácio *Market-to-Book*, e no caso de accionistas não institucionais para as variáveis Rácio *Market-to-Book* e Crescimento do Activo, as empresas com mais oportunidades de crescimento se preocupam com a boa governação, fazendo-o através de mecanismos como a monitorização por accionistas institucionais e não institucionais. Por essa razão se poderá inferir, embora indirectamente, que parece haver um efeito de substituição entre estes mecanismos de governação.

²⁰ Ver Tabelas 5 e 13 em Apêndices.

6.2. Incentivos de Compensação de Longo-Prazo do CEO

Em Conselhos de Administração que exercem um maior esforço de monitorização sobre a gestão, o CEO é conduzido a realizar a sua actividade na prossecução dos objectivos dos accionistas sob o risco de vir a ser dispensado. Deste modo, em empresas com uma qualidade de governação mais forte, o CEO exige o pagamento de uma maior compensação.

Com efeito, Boyd (1994) defende que o Conselho de Administração desempenha um papel crucial na determinação da remuneração do CEO, argumentando que o Rácio de *Insiders* se apresenta negativamente correlacionado com a compensação. De acordo com Boyd (1994), citando Baysinger e Hoskisson (1990), a proporção de membros *Insiders* no Conselho de Administração pode contribuir para a redução dos salários do CEO, pois os *Insiders* pretendem manter a imagem e reputação de agirem no melhor interesse e benefício dos accionistas. Por seu turno, Mehran (1995) argumenta que os membros *Outsiders* facilitam a compensação por incentivos, encontrando uma relação significativamente positiva entre a percentagem de *Outsiders* no Conselho de Administração e o pagamento de incentivos, actuando os *Outsiders* como uma relevante fonte de monitorização ao trabalho do CEO.

No âmbito da análise de incentivos de compensação de longo-prazo *versus* incentivos de compensação de curto-prazo, McGuire (2000) verifica que incentivos de remuneração de longo-prazo conferem aos gestores uma maior flexibilidade para posicionar a empresa para um crescimento futuro, o que se revela, portanto, mais apropriado para empresas com elevado potencial de crescimento. Segundo o mesmo autor, em contraste, em contexto de menores perspectivas de crescimento, é feito um maior uso de incentivos de curto-prazo que tendem a recompensar os gestores pela rendibilidade e eficiência de curto-prazo. McGuire (2000) argumenta, pois, que ambientes mais incertos e dinâmicos de empresas com elevado crescimento potencial requerem uma monitorização mais formalizada e a necessidade de uma avaliação mais qualitativa para aferir a performance de gestão, donde é requerido um Conselho de Administração mais activo e fiscalizador.

Na literatura é encontrada evidência de que a relação entre a compensação e o desempenho de gestores encontra-se enraizada na teoria da agência, sendo os planos de compensação projectados para conferir alinhamento entre os interesses de gestores e os dos accionistas. Efectivamente, Jensen e Murphy (1990) defendem que a atribuição de

remunerações baseadas em instrumentos de capital próprio, tais como remuneração sobre opções, permite alinhar os interesses entre accionistas e gestores, minimizando os custos de agência. Adicionalmente, a investigação de Bryan et al. (2006) verifica uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento medidas pelo Rácio *Market-to-Book* e a compensação baseada no capital próprio. Os autores Barnes et al. (2006) defendem que o Rácio *Market-to-Book* é uma variável *proxy* para as oportunidades de crescimento da empresa e que empresas com elevado potencial de crescimento tendem a seguir estratégias de mais elevado risco, podendo os *CEOs* destas empresas exigir um prémio para compensar o seu risco acrescido.

Deste modo, apresenta-se a seguinte hipótese alternativa:

CEOs de empresas com mais elevado potencial de crescimento apresentam esquemas de compensação com uma maior componente ajustada à performance da empresa.

A regressão utilizada permite testar a hipótese:

$$\text{CEOCOMPOPT} = \beta_0 + \beta_1 \text{MTB} / \Delta \text{ASSET} / \Delta \text{SALE} / \Delta \text{NONCURRENTASSET} + \beta_2 \text{RISK} + \beta_3 \text{CSIZE} + \beta_4 \text{LEVER} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{COUNTRY} + \beta_7 \text{INDTYP}$$

Nesta investigação foi tomada em consideração a relevância dos incentivos de compensação baseados em opções, e foi estabelecida uma variável específica para o peso dos incentivos de compensação baseados em opções no total da remuneração do *CEO*. A variável Incentivos de Performance de Longo-Prazo do *CEO* – Opções (CEOCOMPOPT) corresponde ao peso da compensação de longo-prazo relativa a opções obtida pelo *CEO* no total da remuneração deste.

A compensação total do *CEO* é o valor de remuneração atribuída ao *CEO*, e inclui Salário (componente fixa da compensação, acordada contratualmente e que é sempre auferida pelo *CEO*, independentemente do seu desempenho), Variável (componente variável da compensação, determinada de acordo com um conjunto de medidas de performance acordadas contratualmente), Bónus (tipo de incentivos geralmente associado a planos de objectivos e a *KPIs* - *Key Performance Indicators*, podendo estes ser de curto ou longo prazo, ou seja, baseados na performance do ano ou no alcance de objectivos ao fim de dois ou mais anos), Pensões (contribuições para o

fundo de pensões), *Fees* (vencimentos auferidos por cada reunião do Conselho de Administração) e outros incentivos de compensação de curto-prazo (alguns benefícios em espécie próprios da actividade do *CEO*: viatura, alojamento, deslocações).

A compensação total de longo-prazo do *CEO* é o valor atribuído sob a forma de incentivos de performance de longo-prazo e pode ser baseada em opções ou acções. Se, por um lado, os incentivos por acções correspondem à atribuição ao *CEO* de um determinado número de acções da empresa, como prémio do alcance de um objectivo definido contratualmente, os incentivos por opções são *stock options* que atribuem ao *CEO* o direito de adquirir um determinado número de acções da empresa, a um preço previamente fixado, até ao final de um determinado período.

No âmbito da análise descritiva, foram retirados dados dos Relatórios de Contas de 206 empresas europeias cotadas na *Euronext 100* e *Next 150*, discriminando a informação por: salários (remuneração fixa), remuneração variável, bónus, pensões, *fees* e outros (que inclui utilização de carro, despesas de viagem, etc.)²¹. Relativamente a incentivos de longo prazo do *CEO*, os dados recolhidos foram subdivididos em incentivos por performance – acções e incentivos por performance – opções. De referir que também desfasamos em um ano as variáveis dependentes e independentes, conforme efectuamos para testar as anteriores hipóteses, para minimizar o problema da endogeneidade.

Os estudos de Core et al. (1999) sugerem que a compensação do *CEO* é superior quando o *CEO* e o *Chairman* do Conselho de Administração são a mesma pessoa, quando o número de membros do Conselho de Administração é maior, e quando o Conselho é composto por uma maior proporção de membros *Outsiders*. Adicionalmente, defendem que a compensação do *CEO* diminui com a percentagem de acções detidas pelo *CEO*, com a presença dos grandes accionistas que possuam mais de 5% do capital da empresa, e com a presença de membros do Conselho não-*CEOs* que possuam pelo menos 5% de acções da empresa.

De acordo com a análise da correlação apresentada nesta dissertação²², verifica-se que a compensação do *CEO* se apresenta positivamente relacionada com a constatação de que o *CEO* e o *Chairman* do Conselho de Administração serem a mesma pessoa, com o número de membros do Conselho de Administração e com a participação

²¹ Ver Tabela 5 em Apêndices.

²² Ver Tabela 6.

de uma maior percentagem de membros *Outsiders* na composição do Conselho de Administração. Inversamente, a compensação do *CEO* encontra-se negativamente relacionada com a propriedade detida por investidores institucionais.

Tabela 13: Regressão de Incentivos de Compensação de Longo-Prazo do *CEO*

	Rácio Incentivos Compensação Longo-Prazo CEO Opções 08	
Rácio Market-to-Book 07	0.0118 (0.0088)	0.0122 (0.0086)
Crescimento do Activo (Média 06-07 07-08)	0.0245 (0.1190)	
Crescimento das Vendas (Média 06-07 07-08)	0.0267 (0.0565)	0.0767 (0.0582)
Crescimento do Imobilizado (Média 06-07 07-08)		-0.0597 (0.0741)
Risco 07	0.0421 (0.0319)	0.0257 (0.0308)
Ln Activo 07	0.0224* (0.0124)	0.0215* (0.0126)
Rácio Endividamento 07	0.0023 (0.1110)	-0.0214 (0.1190)
ROE 07	-0.0417 (0.1360)	-0.0209 (0.1390)
Constante	-0.6540** (0.2990)	-0.5250* (0.2970)
Observações	128	127
R ²	0.177	0.183

Standard errors em parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

A análise dos resultados apresentados na Tabela 13 permite constatar que, utilizando as variáveis Rácio *Market-to-Book*, Crescimento do Activo e Crescimento das Vendas, os incentivos de desempenho a longo prazo do *CEO* baseados em opções recompensam os executivos pelo seu desempenho superior e incentivam os executivos a tomar riscos com os recursos disponíveis conduzindo a ganhos para os accionistas, o que se coaduna com o perfil de governação em empresas que apresentam perspectivas de crescimento de longo-prazo. Com efeito, os estudos de Conyon e Murphy (2000) encontram evidência de relação positiva entre oportunidades de investimento e compensação do *CEO*, uma vez que empresas com maiores oportunidades de crescimento e, logo, maior nível de risco, precisam de *CEOs* qualificados, os quais exigem uma maior remuneração.

Contudo, ressalva-se que, considerando a variável Crescimento do Imobilizado, é encontrada uma relação negativa entre oportunidades de crescimento e incentivos de

desempenho a longo prazo do *CEO* baseados em opções. De acordo com investigação efectuada por Forbes e Pourbaix (2007) para empresas suecas, este resultado pode ser justificado, por um lado, pelo facto de que empresas maiores e já estabelecidas no mercado poderem ter recursos para pagar uma compensação mais elevada ao *CEO*, apesar das suas menores oportunidades de crescimento. Por outro lado, o crescimento das empresas requer uma gestão especializada e experiente e, deste modo, mais dispendiosa e onerosa, que empresas em processo de crescimento potencial podem não ter ainda capacidade financeira para empregar.

Em conclusão, apesar da ambiguidade dos resultados obtidos, constata-se, considerando as variáveis *Market-to-Book*, Crescimento do Activo e Crescimento das Vendas, que as empresas com mais oportunidades de crescimento se preocupam com a boa governação, fazendo-o através de mecanismos como a atribuição de incentivos de compensação de longo-prazo do *CEO* baseados em opções. Por essa razão se poderá inferir, embora indirectamente, que parece haver um efeito de substituição entre estes mecanismos de governação.

6.3. Testes de Robustez

Apresentam-se na Tabela 14 que se segue os resultados da aplicação dos testes de robustez relativos às hipóteses alternativas com o propósito de resolução do problema da endogeneidade. Primeiramente, apresenta-se a primeira regressão que é estimada, ou seja, a regressão com as variáveis instrumentais, e depois a regressão que é estimada na segunda fase. O modelo com as variáveis instrumentais contém também todas as variáveis de controlo do segundo modelo, acrescido das variáveis instrumentais.

Salienta-se que foram efectuadas outras estimações não incluídas na tabela seguinte. As variáveis Crescimento do Activo e Crescimento do Imobilizado estão fortemente correlacionadas, como se verifica na Tabela 6 desta dissertação, e se fossem incluídas ao mesmo tempo numa regressão existiriam fortes problemas de multicolinearidade. A variável Crescimento das Vendas apresenta também uma correlação significativa com as variáveis Crescimento do Activo e Crescimento do Imobilizado.

Tabela 14: Testes de Robustez das Hipóteses Alternativas

	Propriedade Institucional 08		Propriedade Não Institucional 08		Rácio Incentivos Compensação Longo-Prazo CEO - Opções 08	
	Modelo Fase 1	Modelo Fase 2	Modelo Fase 1	Modelo Fase 2	Modelo Fase 1	Modelo Fase 2
Rácio Market-to-Book 07		0.0065 0.0089 0.4660		0.0112 0.0118 0.3470		0.0118 0.0088 0.1810
Crescimento do Activo (Média 06-07 07-08)			0.0154 0.2430 0.9500	0.0092 0.0816 0.9100	0.2360 0.1810 0.1960	0.0245 0.1190 0.8380
Crescimento das Vendas (Média 06-07 07-08)	-0.3470 0.2270 0.1270	-0.0867 0.0687 0.2090		-0.0248 0.0623 0.6910		0.0267 0.0565 0.6370
Crescimento do Imobilizado (Média 06-07 07-08)		-0.0218 0.0793 0.7840				
Risco 07	-0.0759 0.1510 0.6150	-0.0971* 0.0575 0.0940	-0.0309 0.1340 0.8170	-0.0063 0.0521 0.9040	0.0553 0.0903 0.5420	0.0421 0.0319 0.1900
Ln Activo 07	0.0177 0.0193 0.3600	0.0240 0.0192 0.2120	-0.0029 0.0169 0.8630	-0.0106 0.0161 0.5120	0.0325** 0.0127 0.0120	0.0224* 0.0124 0.0720
Rácio Endividamento 07	0.0460 0.1790 0.7970	0.0660 0.1470 0.6550	-0.0849 0.1670 0.6120	-0.0356 0.1640 0.8280	0.0198 0.1330 0.8820	0.0023 0.1110 0.9840
ROE 07	0.0158 0.1530	0.0052 0.1700	-0.0222 0.1550	-0.0232 0.1560	-0.0471 0.1180	-0.0417 0.1360
Rácio Market-to-Book 06			0.8860 0.0112 0.0118 0.3430	0.8820	0.6910	0.7600
Rácio Vendas 06 / Activo 06	-0.2619*** 0.0591 0.0000		-0.0025 0.0591 0.9590			
Rácio Vendas 06 / Imobilizado 06						
Ln Activo 06	-0.4067*** 0.1223 0.0010		-0.4653*** 0.0946 0.0000		-0.4584*** 0.1081 0.0000	
Propriedade Institucional 07					-0.0001 0.0696 0.9990	
Constante	0.2720 0.5740 0.6360	0.1680 0.4520 0.7120	0.2450 0.5880 0.6780	0.3210 0.3770 0.3970	-0.8450*** 0.3120 0.0080	-0.6540** 0.2990 0.0310

legenda: b/se/p

Nos testes de robustez aplicados à variável Propriedade Institucional foram utilizadas como variáveis instrumentais as variáveis Rácio Vendas 06 / Activo 06 e Ln Activo 06. Para a variável Propriedade Não Institucional as variáveis instrumentais consideradas foram Rácio *Market-to-Book* 06, Rácio Vendas 06 / Activo 06 e Ln Activo 06. Para a variável Rácio Incentivos Compensação Longo-Prazo CEO – Opções foram utilizadas como variáveis instrumentais Ln Activo 06 e Propriedade Institucional 07.

Esta análise permite constatar que a direcção dos resultados em termos de sinal dos coeficientes das variáveis relativas às hipóteses alternativas de monitorização por grandes accionistas institucionais e não institucionais e incentivos de compensação de longo-prazo do *CEO* baseados em opções se mantém comparativamente às regressões iniciais. Deste modo, as conclusões obtidas na discussão de resultados mantêm-se.

7. CONCLUSÕES

O objecto principal deste estudo é analisar a relação existente entre potencial de crescimento e a qualidade e a eficiência da governação empresarial do Conselho de Administração, e de que modo contribui para o alinhamento de interesses entre accionistas e gestores.

Analisando os resultados deste estudo, foi possível concluir que governação empresarial difere com o potencial de crescimento, nomeadamente no que concerne ao Conselho de Administração. De acordo com a literatura convencional, a minimização dos problemas de agência entre accionistas e gestores é conseguida pela acção de Conselhos de Administração isentos e independentes, que apresentam uma proporção significativa de membros *Outsiders*, o que é comprovado neste estudo pelos resultados obtidos para as medidas Rácio *Market-to-Book* e Crescimento do Imobilizado. Contudo, o ambiente complexo e imprevisível de empresas com elevadas perspectivas de crescimento pode requerer capacidade de análise e conhecimentos adicionais dos membros do Conselho de Administração. Este estudo demonstra, para as medidas Crescimento do Activo e Crescimento das Vendas, que os *Insiders*, detentores de informação superior acerca do funcionamento interno e externo da empresa, podem contribuir para uma monitorização mais qualitativa, apropriada em contextos de incerteza.

Adicionalmente, esta investigação comprova que um sistema de liderança unitária contribui para uma liderança mais eficiente, e que a liderança singular pode facilitar a diminuição de custos de transferência de informação do *CEO* para o *Chairman* e promover uma rápida tomada de decisões num ambiente dinâmico como o que caracteriza empresas com elevado potencial de crescimento.

Este estudo confirma que Conselhos de Administração mais pequenos são mais eficientes no seu papel de monitorização, considerando a medida Crescimento do Activo, revelando menores problemas de coordenação e coesão. Todavia, atendendo aos resultados obtidos para as medidas Rácio *Market-to-Book*, Crescimento das Vendas e Crescimento do Imobilizado, verifica-se que menores Conselhos de Administração podem não ser a solução ideal para todas as empresas.

A motivação e relevância de considerar mecanismos alternativos ao Conselho de Administração foram fundamentadas por literatura que questiona o potencial dos Conselhos de Administração para servirem como agentes de controlo independente.

Deste modo, este estudo revela a relação mista e ambígua entre os grandes detentores de capital e o papel de monitorização do Conselho de Administração. Constatase que, considerando a medida Rácio *Market-to-Book*, o controlo na tomada de decisão efectuado por grandes accionistas institucionais apresenta-se como um mecanismo substituto da acção monitorizadora do Conselho de Administração. Considerando as medidas Rácio *Market-to-Book* e Crescimento do Activo, a monitorização exercida por grandes accionistas não institucionais revela-se um mecanismo substituto da actividade fiscalizadora do Conselho de Administração. Adicionalmente, esta investigação evidencia a relação positiva entre a atribuição de incentivos de compensação de longo-prazo ao *CEO* baseados em opções e as medidas Rácio *Market-to-Book*, Crescimento das Vendas e Crescimento do Activo.

Em conclusão, podemos aferir a minimização dos conflitos de agência entre accionistas e gestores pela acção fiscalizadora do Conselho de Administração e seus mecanismos substitutos.

8. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alves, S., Martins, J. & Ferreira, C. (2007), *O efeito da estrutura de propriedade e das oportunidades de investimento na atribuição de opções de acções – uma revisão de literatura*, In: *Conocimiento, innovación y emprendedores: camino al futuro*, coord. por Juan Carlos Ayala Calvo, ISBN 84-690-3573-8.

Andrade, L., Salazar, G., Calegário, C. & Silva, S. (2009), *Corporate governance: An analysis of Board of directors in relation with the value of market and performance of the Brazilian companies*, *Revista de Administração Mackenzie*, 10, 4, 4-31.

Barnes, W., Harikumar, T & Roth, G. (2006), *Determinants of CEO cash compensation in small, young, fast growing firm*, *Journal of Business & Economics Research*, 2, 19-28.

Baysinger, B. & Hoskisson, R. (1990), *The composition of Boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy*, *Academy of Management Review*, 15, 72-87.

Baysinger, B. Kosnik, R. & Turk, T. (1991), *Effects of Board and ownership structure on corporate R&D strategy*, *Academy of Management Review*, 15, 72-87.

Boyd, B. (1994), *Board control and CEO compensation*, *Strategic Management Journal*, 15, 5, 335-344.

Boyd, B. (1995), *CEO duality and firm performance: A contingency model*, *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.

Brickley, J., Jarrell, G. & Coles, J. (1996), *Checks and balances in the boardroom?*, *Chief Executive*, 114, 66-67.

Brickley, J., Jarrell, G. & Coles, J. (1997), *Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the Board*, *Journal of Corporate Finance: Contracting, governance and organization*, 3, 189-220.

Bryan, S., Nash, R. & Patel, A. (2006), *The structure of executive compensation: International evidence from 1996-2004*, Working Paper, Wake Forest University.

Byrd, J. & Hickman, K. (1992), *Do outside directors monitor managers?*, *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221.

- Chaganti, R. & Damanpour, F. (1991), *Institutional ownership, corporate strategy, and firm performance*, Strategic Management Journal, 12, 479-492.
- Chen, K., Chen, Z. & Wei, K. (2003), *Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets*, Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, Hong Kong.
- Coles, J., Daniel, N. & Naveen, L. (2008), *Boards: Does one size fit all*, Journal of Financial Economics, 87, 329-356.
- Conyon, M. & Murphy, K. (2000), *The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom*, The Economic Journal, 110, 640-671.
- Core, J., Holthausen, R. & Larcker, D. (1999), *Corporate governance, chief officer compensation, and firm performance*, Journal of Financial Economics, 51, 371-406.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J. & Ellstrand, A. (1999), *Number of directors and financial performance: A meta analysis*, Academy of Management Journal, 42, 6, 674-686.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985), *The structure of corporate ownership: causes and consequences*, Journal of Political Economy, 93, 6, 1155-1177.
- Donald, S. (1995), *Two step estimation of heteroskedastic sample selection models*, Journal of Econometrics, 65, 347-380.
- Eisenberg, M. (1976), *The structure of the corporation*, Little, Brown and Co., Boston.
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, T. (1998), *Larger Board size and decreasing firm value in small firms*, Journal of Financial Economics, 48, 35-54.
- Fama, E. & Jensen, M. (1983), *Agency problems and residual claims*, Journal of Law and Economics, 26, 327-349.
- Forbes, A. & Pourbaix, B. (2007), *CEO compensation – The influence of foreign and institutional investors*, Master's Thesis in Finance, Stockholm School of Economics.
- Gales, L. & Kesner, I. (1994), *An analysis of the Board of director size and composition in bankrupt organizations*, Journal of Business Research, 30, 271-282.
- Gertner, R. & Kaplan, S. (1996), *The Value-Maximizing Board*, Working Paper, University of Chicago.

- Graves, S. (1988), *Institutional ownership and corporate R&D in the computer industry*, *Academy of Management Journal*, 31, 417-428.
- Grossman, J. & Hart, O. (1980), *Takeover bids, the free rider problem and the theory of the corporation*, *The Bell Journal of Economics*, 11, 1, 42-64.
- Gulati, R. & Westphal, J. (1999), *Cooperative or controlling? The effects of CEO-Board relations and the content of interlocks on the formation of joint ventures*, *Administrative Science Quarterly*, 44, 473–506.
- Hair, J., Anderson, R., Tatham, R. & Black, W. (1998), *Multivariate data analysis*, Prentice Hall, Inc., Fifth Edition, New Jersey.
- Hansen, G. & Hill, C. (1991), *Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology – driven industries*, *Strategic Management Journal*, 12, 1-16.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (1988), *The determinants of Board composition*, *The Rand Journal of Economics*, 19, 589-606.
- Hermalin, B. & Weisbach, M. (2003), *Board of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature*, *Economic Policy Review*, 9, 1, 7-26.
- Hillman, A. & Dalziel, T. (2003), *Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives*, *Academy of Management Review*, 28, 3, 383-396.
- Jensen, M. (1993), *The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems*, *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-350.
- Jensen, M. & Murphy, K. (1990), *Performance pay and top-management incentives*, *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- John, K. & Senbet, L. (1998), *Corporate governance and Board effectiveness*, *Journal of Banking & Finance*, 22, 371-403.
- Klein, A. (1998), *Firm performance and Board committee structure*, *Journal of Law and Economics*, 41, 137-165.

Kwok, J. (1998), *Does CEO duality matter: An integrative approach*, Dissertation, Faculty of the Virginia Polytechnic Institute and State University.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000), *Investor protection and corporate governance*, Journal of Financial Economics, 58, 3-27.

Lipton, M. & Lorsch, J. (1992), *A modest proposal for improved corporate governance*, Business Lawyer, 48, 59-77.

Lombardo, D. & Pagano, M. (2002), *Law and equity markets: a simple model*, In: McCahery, Joseph A. (Ed.), *Corporate Governance Regimes: Convergence and Diversity*, Oxford University Press, London, 343-362.

Mak, Y. & Kusnadi, Y. (2005), *Size really matters: Further evidence on the negative relationship between Board size and firm value*, Pacific-Basin Finance Journal, 13, 301-318.

McGuire, J. (2000), *Corporate governance and growth potential: An empirical analysis*, Corporate Governance: An International Review, 8, 32-42.

Mehran, H. (1992), *Executive incentive plans, corporate control, and capital structure*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27, 539-560.

Mehran, H. (1995), *Executive compensation structure, ownership, and firm performance*, Journal of Financial Economics, 38, 2, 163-184.

Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988), *Management ownership and market valuation – an empirical analysis*, Journal of Financial Economics, 20, 293-315.

Ning, Y., Davidson, W. & Wang, J. (2010), *Does optimal corporate Board size exist? An empirical analysis*, Journal of Applied Finance, 20, 57-69.

Patton, A. & Baker, J. (1987), *Why won't directors rock the boat*, Harvard Business Review, 65, 6, 10-18.

Pestana, M. & Gageiro, J. (2005), *Análise de dados para ciências sociais - A Complementariedade do SPSS*, 4ª edição, Editora Sílabo, Lisboa.

Pfeffer, J. & Salancik, G. (1978), *The external control of organizations: A resource dependence perspective*, Harper and Row, New York.

Rediker, K. & Seth, A. (1995), *Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms*, Strategic Management Journal, 16, 85-100.

Shakir, R. (2006), *Board size, Board composition and property firm performance*, Department of Estate Management, Faculty of Built Environment, Universiti Malaya, Kuala Lumpur.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1986), *Large shareholders and corporate control*, Journal of Political Economy, 94, 3, 461-488.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), *A survey of corporate governance*, The Journal of Finance, 52, 2, 737-783.

Wright, P., Ferris, S., Sarin, A. & Awasthi, V. (1996), *The impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking*, Academy of Management Journal, 39, 441-463.

Xiao, M. & You, J. (2009), *Private benefits of control, growth opportunities and investor protection*, China Journal of Accounting Research, 2, 123-145.

Yermack, D. (1995), *Higher market valuation of companies with a small Board of directors*, Journal of Financial Economics, 40, 185-211.

Zeckhouser, R. & Pound, J. (1990), *Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance*, In: G. R. Hubbard, (Ed.), *Asymmetric information, corporate finance and investment*, University of Chicago Press, Chicago.

Zhara, S. (1996), *Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: the moderating impact of industry technological opportunities*, Academy of Management Journal, 39, 1713-1735.

Zhara, S. & Pearce, J. (1989), *Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model*, Journal of Management, 15, 291-334.

9. APÊNDICES

Tabela 1: Lista de Empresas Consideradas (*Euronext 100 e Next 150*)

Número	Empresa	Euronext code	Mercado	País
1	AALBERTS INDUSTRI	NL0000852564	AMS	Holand
2	AB INBEV	BE0003793107	BRU	Belgique
3	ACCELL GROUP	NL0000350106	AMS	Holand
4	ACCOR	FR0000120404	PAR	France
5	ADP	FR0010340141	PAR	France
6	AGFA-GEVAERT	BE0003755692	BRU	Belgique
7	AHOLD KON	NL0006033250	AMS	Holand
8	AIR FRANCE -KLM	FR0000031122	PAR	France
9	AIR LIQUIDE	FR0000120073	PAR	France
10	AKZO NOBEL	NL0000009132	AMS	Holand
11	ALCATEL-LUCENT	FR0000130007	PAR	France
12	ALSTOM	FR0010220475	PAR	France
13	ALTEN	FR0000071946	PAR	France
14	ALTRAN TECHN.	FR0000034639	PAR	France
15	ALTRI SGPS	PTALT0AE0002	LIS	Portugal
16	AMG	NL0000888691	AMS	Holand
17	ARCADIS	NL0006237562	AMS	Holand
18	ARCELORMITTAL	NSCNL0000MT9	AMS	Holand
19	AREVA CI	FR0004275832	PAR	France
20	ARKEMA	FR0010313833	PAR	France
21	ASM INTERNATIONAL	NL0000334118	AMS	Holand
22	ASML HOLDING	NL0006034001	AMS	Holand
23	ATOS ORIGIN	FR0000051732	PAR	France
24	BAM GROEP KON	NL0000337319	AMS	Holand
25	BARCO	BE0003790079	BRU	Belgique
26	BEKAERT	BE0003780948	BRU	Belgique
27	BELGACOM	BE0003810273	BRU	Belgique
28	BENETEAU	FR0000035164	PAR	France
29	BETER BED	NL0000339703	AMS	Holand
30	BIC	FR0000120966	PAR	France
31	BIOMERIEUX	FR0010096479	PAR	France
32	BONDUELLE	FR0000063935	PAR	France
33	BOSKALIS WESTMIN	NL0000852580	AMS	Holand
34	BOURBON	FR0004548873	PAR	France
35	BOUYGUES	FR0000120503	PAR	France
36	BRISA	PTBRI0AM0000	LIS	Portugal
37	BRUNEL INTERNAT	NL0000343432	AMS	Holand
38	BUREAU VERITAS	FR0006174348	PAR	France
39	CAP GEMINI	FR0000125338	PAR	France
40	CARBONE LORRAINE	FR0000039620	PAR	France
41	CARREFOUR	FR0000120172	PAR	France
42	CASINO GUICHARD	FR0000125585	PAR	France
43	CFE (D)	BE0003883031	BRU	Belgique
44	CGG VERITAS	FR0000120164	PAR	France
45	CHRISTIAN DIOR	FR0000130403	PAR	France
46	CIMENTS FRANCAIS	FR0000120982	PAR	France
47	CIMPOR,SGPS	PTCPR0AM0003	LIS	Portugal
48	CLUB MEDITERRANEE	FR0000121568	PAR	France
49	CMB	BE0003817344	BRU	Belgique
50	COLRUYT	BE0003775898	BRU	Belgique

Número	Empresa	Euronext code	Mercado	País
51	CRUCELL	NL0000358562	AMS	Holand
52	CSM	NL0000852549	AMS	Holand
53	DANONE	FR0000120644	PAR	France
54	DASSAULT SYSTEMES	FR0000130650	PAR	France
55	DELHAIZE GROUP	BE0003562700	BRU	Belgique
56	DERICHEBOURG	FR0000053381	PAR	France
57	D'IETEREN	BE0003669802	BRU	Belgique
58	DRAKA HOLDING	NL0000347813	AMS	Holand
59	DSM KON	NL0000009827	AMS	Holand
60	EADS	NL0000235190	PAR	France
61	EDF	FR0010242511	PAR	France
62	EDF ENERGIES NOUV.	FR0010400143	PAR	France
63	EDP	PTEDPOAM0009	LIS	Portugal
64	EDP RENOVAVEIS	ES0127797019	LIS	Portugal
65	EIFPAGE	FR0000130452	PAR	France
66	ERAMET	FR0000131757	PAR	France
67	ESSILOR INTL.	FR0000121667	PAR	France
68	EUROFINS SCIENT.	FR0000038259	PAR	France
69	EURONAV	BE0003816338	BRU	Belgique
70	EUTELSAT COMMUNIC.	FR0010221234	PAR	France
71	EVS BROADC.EQUIPM.	BE0003820371	BRU	Belgique
72	EXACT HOLDING	NL0000350361	AMS	Holand
73	FAIVELEY	FR0000053142	PAR	France
74	FAURECIA	FR0000121147	PAR	France
75	FRANCE TELECOM	FR0000133308	PAR	France
76	FUGRO	NL0000352565	AMS	Holand
77	GALP ENERGIA-NOM	PTGALOAM0009	LIS	Portugal
78	GDF SUEZ	FR0010208488	PAR	France
79	GEMALTO	NL0000400653	PAR	France
80	GL EVENTS	FR0000066672	PAR	France
81	GRONTMIJ	NL0000853034	AMS	Holand
82	GROUPE EUROTUNNEL	FR0010533075	PAR	France
83	GROUPE STERIA	FR0000072910	PAR	France
84	GUYENNE GASCOGNE	FR0000120289	PAR	France
85	HAULOTTE GROUP	FR0000066755	PAR	France
86	HAVAS	FR0000121881	PAR	France
87	HEIJMANS	NL0009269109	AMS	Holand
88	HEINEKEN	NL0000009165	AMS	Holand
89	HERMES INTL	FR0000052292	PAR	France
90	ILIAD	FR0004035913	PAR	France
91	IMERYS	FR0000120859	PAR	France
92	IMTECH	NL0006055329	AMS	Holand
93	INGENICO	FR0000125346	PAR	France
94	IPSEN	FR0010259150	PAR	France
95	IPSOS	FR0000073298	PAR	France
96	J.MARTINS,SGPS	PTJMT0AE0001	LIS	Portugal
97	JC DECAUX SA.	FR0000077919	PAR	France
98	KPN KON	NL0000009082	AMS	Holand
99	LAFARGE	FR0000120537	PAR	France
100	LAGARDERE S.C.A.	FR0000130213	PAR	France
101	LAURENT-PERRIER	FR0006864484	PAR	France
102	LEGRAND	FR0010307819	PAR	France

Número	Empresa	Euronext code	Mercado	País
103	LISI	FR0000050353	PAR	France
104	LOGICA	GB0005227086	AMS	Holand
105	L'OREAL	FR0000120321	PAR	France
106	LVMH	FR0000121014	PAR	France
107	MANITOU BF	FR0000038606	PAR	France
108	MARTIFER	PTMFR0AM0003	LIS	Portugal
109	MAUREL ET PROM	FR0000051070	PAR	France
110	MEDIQ	NL0009103530	AMS	Holand
111	MEETIC	FR0004063097	PAR	France
112	METROPOLE TV	FR0000053225	PAR	France
113	MICHELIN	FR0000121261	PAR	France
114	MOBISTAR	BE0003735496	BRU	Belgique
115	MOTA ENGL	PTMEN0AE0005	LIS	Portugal
116	NEOPOST	FR0000120560	PAR	France
117	NEXANS	FR0000044448	PAR	France
118	NICOX	FR0000074130	PAR	France
119	NUTRECO	NL0000375400	AMS	Holand
120	NYRSTAR (D)	BE0003876936	BRU	Belgique
121	OCE	NL0000354934	AMS	Holand
122	OMEGA PHARMA	BE0003785020	BRU	Belgique
123	ORPEA	FR0000184798	PAR	France
124	P.TELECOM	PTPTC0AM0009	LIS	Portugal
125	PAGESJA UNES	FR0010096354	PAR	France
126	PERNOD RICARD	FR0000120693	PAR	France
127	PEUGEOT	FR0000121501	PAR	France
128	PHILIPS KON	NL0000009538	AMS	Holand
129	PIERRE VACANCES	FR0000073041	PAR	France
130	PLASTIC OMNIUM	FR0000124570	PAR	France
131	PORTUCEL	PTPTI0AM0006	LIS	Portugal
132	PPR	FR0000121485	PAR	France
133	PUBLICIS GROUPE SA	FR0000130577	PAR	France
134	RALLYE	FR0000060618	PAR	France
135	RANDSTAD	NL0000379121	AMS	Holand
136	REED ELSEVIER	NL0006144495	AMS	Holand
137	REMY COINTREAU	FR0000130395	PAR	France
138	REN	PTREL0AM0008	LIS	Portugal
139	RENAULT	FR0000131906	PAR	France
140	REXEL	FR0010451203	PAR	France
141	RHODIA	FR0010479956	PAR	France
142	ROYAL DUTCH SHELLA	GB00B03MLX29	AMS	Holand
143	RUBIS	FR0000121253	PAR	France
144	S.E.B.	FR0000121709	PAR	France
145	SAFRAN	FR0000073272	PAR	France
146	SAFT	FR0010208165	PAR	France
147	SAINT GOBAIN	FR0000125007	PAR	France
148	SANOFI-AVENTIS	FR0000120578	PAR	France
149	SBM OFFSHORE	NL0000360618	AMS	Holand
150	SCHNEIDER ELECTRIC	FR0000121972	PAR	France
151	SECHE ENVIRONNEM.	FR0000039109	PAR	France
152	SECHILLENNE SIDEC	FR0000060402	PAR	France
153	SELOGER.COM	FR0010294595	PAR	France
154	SEMAPA	PTSEM0AM0004	LIS	Portugal

Número	Empresa	Euronext code	Mercado	País
155	SEQUANA	FR000063364	PAR	France
156	SES	LU0088087324	PAR	France
157	SIPEF (D)	BE0003898187	BRU	Belgique
158	SLIGRO FOOD GROUP	NL0000817179	AMS	Holand
159	SMIT INTERNATIONAL	NL0000383800	AMS	Holand
160	SODEXO	FR0000121220	PAR	France
161	SOITEC	FR0004025062	PAR	France
162	SOLVAY	BE0003470755	BRU	Belgique
163	SONAE	PTSON0AM0001	LIS	Portugal
164	SONAE IND.SGPS	PTS3P0AM0017	LIS	Portugal
165	SONAECOM,SGPS	PTSNC0AM0006	LIS	Portugal
166	SOPRA GROUP	FR0000050809	PAR	France
167	SPERIAN PROTECTION	FR0000060899	PAR	France
168	STALLERGENES	FR0000065674	PAR	France
169	STMICROELECTRONICS	NL0000226223	PAR	France
170	SUEZ ENVIRONNEMENT	FR0010613471	PAR	France
171	SUPER DE BOER (NL)	NL0006144503	AMS	Holand
172	TECHNIP	FR0000131708	PAR	France
173	TEIXEIRA DUARTE	PTTDU0AM0007	LIS	Portugal
174	TELENET GROUP	BE0003826436	BRU	Belgique
175	TELEPERFORMANCE	FR0000051807	PAR	France
176	TEN CATE	NL0000375749	AMS	Holand
177	TESSENDERLO	BE0003555639	BRU	Belgique
178	TF1	FR0000054900	PAR	France
179	THALES	FR0000121329	PAR	France
180	THOMSON (EX:TMM)	FR0000184533	PAR	France
181	THROMBOGENICS	BE0003846632	BRU	Belgique
182	TKH GROUP	NL0000852523	AMS	Holand
183	TNT	NL0000009066	AMS	Holand
184	TOMTOM	NL0000387058	AMS	Holand
185	TOTAL	FR0000120271	PAR	France
186	TRANSGENE	FR0005175080	PAR	France
187	UBISOFT ENTERTAIN	FR0000054470	PAR	France
188	UCB	BE0003739530	BRU	Belgique
189	UMICORE (D)	BE0003884047	BRU	Belgique
190	UNILEVER	NL0000009355	AMS	Holand
191	UNIT 4 AGRESSO	NL0000389096	AMS	Holand
192	USG PEOPLE	NL0000354488	AMS	Holand
193	VALEO	FR0000130338	PAR	France
194	VALLOUREC	FR0000120354	PAR	France
195	VEOLIA ENVIRON.	FR0000124141	PAR	France
196	VICAT	FR0000031775	PAR	France
197	VILMORIN & CIE	FR0000052516	PAR	France
198	VINCI (EX.SGE)	FR0000125486	PAR	France
199	VIRBAC	FR0000031577	PAR	France
200	VIVENDI	FR0000127771	PAR	France
201	VOPAK	NL0000393007	AMS	Holand
202	WAVIN	NL0000290856	AMS	Holand
203	WESSANEN KON	NL0000395317	AMS	Holand
204	WOLTERS KLUWER	NL0000395903	AMS	Holand
205	ZODIAC AEROSPACE	FR0000125684	PAR	France
206	ZON MULTIMEDIA	PTZON0AM0006	LIS	Portugal

Tabela 2: Taxas de Inflação

	Portugal	Holand	France	Belgique
IHPC 2006	2.495%	1.690%	1.690%	2.080%
IHPC 2007	2.733%	1.570%	2.800%	3.110%
IHPC 2008	0.843%	1.660%	1.190%	2.710%

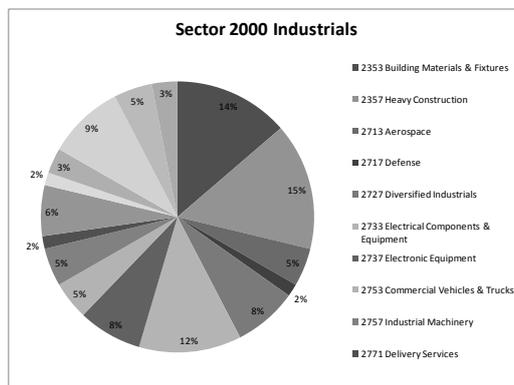
Fonte: global-rates.com

Tabela 3: Taxas de Câmbio

	USD to EUR	GBP to EUR
31.12.2006	0.75742	1.48300
31.12.2007	0.67896	1.35523
31.12.2008	0.70935	1.02665

Fonte: oanda.com

Gráfico 3: Distribuição por Sector *Industrials*



Fonte: euronext.com

Gráfico 4: Critério de Independência

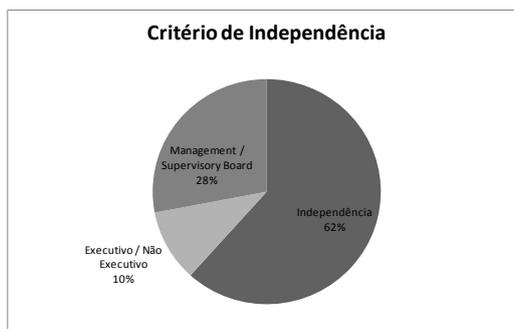


Tabela 5: Estatísticas Descritivas

Dados	Obs	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
Insiders 08	191	5.7016	5.0000	2.9073	1.0000	15.0000
Rácio Insiders 08	191	0.4960	0.5000	0.1887	0.0833	1.0000
Outsiders 08	204	5.3873	5.0000	3.1766	0.0000	17.0000
Rácio Outsiders 08	191	0.5040	0.5000	0.1887	0.0000	0.9167
CEO Duality 08	198	0.5758	1.0000	0.4955	0.0000	1.0000
Número Membros Conselho Administração 08	191	11.4555	11.0000	3.6429	4.0000	24.0000
Número Membros Conselho Administração (Ln) 08	191	2.3890	2.3979	0.3181	1.3863	3.1781
Propriedade CEO 08	113	0.0197	0.0001	0.0636	0.0000	0.4150
Propriedade Gestores Topo sem CEO 08	113	0.0350	0.0010	0.0839	0.0000	0.4500
Propriedade Gestores Topo com CEO 08	206	0.0300	0.0001	0.0802	0.0000	0.4500
Propriedade Institucional 08	180	0.2732	0.2150	0.2735	0.0000	0.9500
Propriedade Não Institucional 08	180	0.2188	0.1014	0.2510	0.0000	0.9023
Propriedade Maiores Accionistas 08	180	0.3120	0.2826	0.2026	0.0200	0.9500
Número Maiores Accionistas 08	180	1.0556	1.0000	0.2937	1.0000	4.0000
Compensação CEO 08 - Salário	145	664279.3000	550000.0000	716478.1000	0.0000	7960000.0000
Compensação CEO 08 - Variável	145	322920.0000	76000.0000	537636.9000	0.0000	3229350.0000
Compensação CEO 08 - Bónus	145	145108.6000	0.0000	334036.7000	0.0000	2073000.0000
Compensação CEO 08 - Outros incentivos curto-prazo	145	68947.8200	3449.0000	260329.3000	0.0000	2530590.0000
Compensação CEO 08 - Pensões	143	41796.0400	0.0000	102094.4000	0.0000	632000.0000
Compensação CEO 08 - Fees	145	28724.1500	0.0000	142337.6000	0.0000	1652000.0000
Compensação CEO 08 - Total	145	1271490.0000	983000.0000	1084611.0000	76656.0000	8683000.0000
Incentivos Longo-Prazo CEO 08 - Acções	145	480934.5000	0.0000	1254563.0000	0.0000	8824578.0000
Incentivos Longo-Prazo CEO 08 - Opções	145	289428.5000	0.0000	884847.2000	0.0000	4942000.0000
Incentivos Longo-Prazo CEO 08 - Total	145	770363.0000	0.0000	1665752.0000	0.0000	8824578.0000
Rácio Incentivos Compensação Longo-Prazo CEO 08	145	0.1776	0.0000	0.2798	0.0000	0.9061
Rácio Incentivos Compensação Longo-Prazo CEO - Opções 08	145	0.0673	0.0000	0.1704	0.0000	0.8804
Número Total Acções 07	193	312000000.0000	858000000.0000	683000000.0000	5530262.0000	6263762972.0000
Preço Por Acção 07 (€)	195	43.7063	35.4000	40.9183	1.5900	350.0000
Valor de Mercado 07	185	11000000000.0000	23400000000.0000	41800000000.0000	23500000000.0000	52000000000.0000
Market-to-Book 07	184	2.8121	2.2228	2.1676	0.2591	15.3436
Número Total Acções 06	179	840000000.0000	335000000.0000	735000000.0000	654613.0000	6410000000.0000
Preço Por Acção 06 (€)	190	49.1606	32.4900	83.9349	0.6400	967.0000
Valor de Mercado 06	171	10600000000.0000	22700000000.0000	38000000000.0000	31700000.0000	45600000000.0000
Market-to-Book 06	169	2.6859	2.3396	1.6260	0.2830	9.7822
Activo 06	182	13100000000.0000	25900000000.0000	33500000000.0000	32600000.0000	349000000000.0000
Activo 07	192	13300000000.0000	28800000000.0000	34100000000.0000	52000000.0000	365000000000.0000
Activo 08	191	13900000000.0000	30800000000.0000	32800000000.0000	20600000.0000	290000000000.0000
Δ Activo 06/07	182	-0.1374	-0.3029	0.3636	-0.6392	1.7846
Δ Activo 07/08	191	0.8903	1.3399	1.1995	-0.9998	4.4709
Δ Activo 06/07 07/08	182	0.3644	0.4808	0.5608	-0.5470	2.7783
Vendas 06	194	10900000000.0000	22900000000.0000	37300000000.0000	827300.0000	473000000000.0000
Vendas 07	198	10500000000.0000	20900000000.0000	37200000000.0000	907100.0000	482000000000.0000
Vendas 08	194	11400000000.0000	25400000000.0000	37700000000.0000	918100.0000	471000000000.0000
Δ Vendas 06/07	194	-0.2054	-0.3394	0.4323	-0.9986	1.9844
Δ Vendas 07/08	194	1.1467	1.3472	0.9213	-0.6164	4.2045
Δ Vendas 06/07 07/08	190	0.4659	0.4745	0.4006	-0.3484	1.8808
Imobilizado 06	190	8190000000.0000	14600000000.0000	21400000000.0000	971900.0000	213000000000.0000
Imobilizado 07	197	7980000000.0000	15200000000.0000	20700000000.0000	1103600.0000	209000000000.0000
Imobilizado 08	193	8680000000.0000	17800000000.0000	20700000000.0000	1258600.0000	170000000000.0000
Δ Imobilizado 06/07	190	-0.1212	-0.3046	0.4726	-0.9377	2.6731
Δ Imobilizado 07/08	193	1.2343	1.3618	0.9949	-0.5097	4.6085
Δ Imobilizado 06/07 07/08	188	0.5300	0.5061	0.5073	-0.4006	3.0185
Risco 07	187	0.0321	0.0181	0.1462	0.0100	2.0081
Ln Activo 07	192	21.9855	21.7804	1.6062	17.7667	26.6237
Passivo 07	192	8590000000.0000	17600000000.0000	21200000000.0000	3562000.0000	194000000000.0000
Rácio Endividamento 07	192	0.5961	0.6106	0.1598	0.0685	0.9289
Capital Próprio 07	194	4690000000.0000	10200000000.0000	14000000000.0000	45100000.0000	171000000000.0000
Resultado Líquido 07	197	558000000.0000	141000000.0000	1200000000.0000	-437000000.0000	8050000000.0000
Return-on-Equity 07	194	0.1739	0.1566	0.1843	-0.4366	1.2110
Propriedade Institucional 07	172	0.2603	0.1632	0.2746	0.0000	0.9500
Ln Activo 06	182	21.9010	21.6754	1.6977	17.3000	26.5781
Rácio Vendas 06 / Activo 06	182	0.9694	0.9754	0.5164	0.0005	3.9354
Rácio Vendas 06 / Imobilizado 06	190	2.2625	1.6741	2.7625	0.0880	23.0481

Tabela 12: Tipos de Maiores Accionistas

Tipo de Accionista	Observações	Média	Máx.	Mín.
Conselho de Administração	10	0.2480	0.5216	0.0410
Empresa	66	0.3492	0.8100	0.0200
Família	19	0.4196	0.6943	0.0763
Institucional	78	0.2541	0.9500	0.0330
Estado	7	0.4045	0.8480	0.1158
Total	180	0.3120	0.9500	0.0200