



**Universidade do Minho**

Escola de Economia e Gestão

Vera Lúcia Mendes da Cunha

**O Governo das Sociedades  
e o Desempenho das Sociedades  
Anónimas Portuguesas**

Tese de Mestrado

Mestrado em Contabilidade e Administração

Trabalho efectuado sob orientação do

**Professor Doutor António Martins**



## DECLARAÇÃO

Nome

Vera Lúcia Mendes da Cunha

Endereço electrónico: vera.cunha@estgoh.ipc.pt Telefone: 966 267 086

Número do Bilhete de Identidade: 10578287

Título tese: O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas

Orientador(es):

Professor Doutor António Martins

Ano de conclusão: 2005

Designação do Mestrado ou do Ramo de Conhecimento do Doutoramento:

Mestrado em Contabilidade e Administração

Nos exemplares das teses de doutoramento ou de mestrado ou de outros trabalhos entregues para prestação de provas públicas nas universidades ou outros estabelecimentos de ensino, e dos quais é obrigatoriamente enviado um exemplar para depósito legal na Biblioteca Nacional e, pelo menos outro para a biblioteca da universidade respectiva, deve constar uma das seguintes declarações:

1. É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA TESE/TRABALHO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE;
2. É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO PARCIAL DESTA TESE/TRABALHO (indicar, caso tal seja necessário, nº máximo de páginas, ilustrações, gráficos, etc.), APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE;
3. DE ACORDO COM A LEGISLAÇÃO EM VIGOR, NÃO É PERMITIDA A REPRODUÇÃO DE QUALQUER PARTE DESTA TESE/TRABALHO

Universidade do Minho, \_\_\_/\_\_\_/\_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_



## **AGRADECIMENTOS**

Ingrata tarefa, a de pretender, em poucas linhas, esgotar as referências recebidas e merecedoras de gratidão, ao longo deste trabalho que agora é apresentado.

Deixamos a referência geral, tão necessária quanto sincera e de elementar justiça, a todos aqueles com quem se trabalhou, aprendeu e se enriqueceu e que contribuíram para que esta Tese fosse possível.

Ao Exmo. Sr. Professor Doutor António Martins, meu Orientador de Tese de Mestrado, pelos inúmeros ensinamentos recebidos e colaboração prestada ao longo da realização da presente dissertação.

Ao Exmo. Sr. Dr. José Cunha Machado, pela importante colaboração prestada, particularmente na fase de tratamento e análise de dados.

Às empresas cuja resposta aos inquéritos por nós realizados, e disponibilidade demonstrada, viabilizaram a realização deste trabalho.

À minha família, pelo apoio, incentivo e afecto sempre demonstrados, ao longo do período de realização desta dissertação.

A todos eles, um Obrigado que se impõe!

## RESUMO

Nos últimos anos, a actividade dos conselhos de administração ocupa uma boa parte do debate acerca da eficiência dos mecanismos de governo das sociedades. Este trabalho procura contribuir para esse debate ao analisar a relação existente entre as características e modo de funcionamento dos Conselhos de Administração e o desempenho financeiro das sociedades anónimas portuguesas, entre os anos de 2001 a 2003. Em particular, construímos uma amostra constituída por sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* e por sociedades de capital privado. As variáveis relativas aos Conselhos de Administração analisadas foram a independência, o tamanho, a separação entre as funções de presidente do conselho de administração e de CEO, e a remuneração dos directores executivos. Na investigação empírica utilizamos um modelo de regressão linear múltipla para analisar a relação entre as variáveis consideradas no estudo. O principal resultado obtido sugere, quer no caso das empresas cotadas quer das não cotadas, que, em média, o desempenho financeiro das empresas é melhor quando a remuneração dos directores executivos está vinculada aos resultados da sociedade. Também encontramos evidência empírica sobre o efeito negativo do tamanho do conselho de administração sobre o desempenho das empresas, no caso das empresas cotadas. Constatamos uma relação significativa entre a independência do conselho de administração e o desempenho das empresas, no caso das empresas cotadas, embora no sentido oposto à hipótese da pesquisa, sugerindo que as empresas com maior número de membros independentes no conselho de administração apresentam, em média, um desempenho mais fraco. Por último, a variável presidente do conselho de administração e CEO apresenta, no caso das empresas não cotadas, uma forte evidência de que as empresas que separam as funções de presidente do conselho de administração e CEO obtiveram, em média, um melhor desempenho.

**PALAVRAS-CHAVE:** Governo das sociedades, conselhos de administração, desempenho financeiro.

**ABSTRACT**

The activity of boards of directors is one of the main aspects of the debate on the efficiency of the corporate governance mechanisms that has been running in the last years. This work seeks to contribute to that debate by analyzing whether the characteristics and working of boards of directors correlates with various measures of the long-term performance of large portuguese firms, during the period of 2001-2003. In particular, we built a sample including both public (listed in the Euronext Lisbon) and private firms. The board of directores variables used are the board independence, board size, separation of chairman and chief executive officer positions and executive remuneration. The empirical evidence comes from multiple regression models, sugesting, both in public and private firms, that firms perform better when the remuneration of the executives is linked to the results. We find empirical evidence on the negative effect of the size on firm performance for public firms. We also find that public firms with more independent members on the board do not perform better than other firms. In addition, we report that higher profitability private firms normally have different people in charge of chairman and chief executive officer positions.

Keywords: Corporate Governance, boards of directors, financial performance.

## ÍNDICE

RESUMO.....	v
ABSTRACT.....	vi
CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO .....	1
CAPÍTULO 2 O GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	4
2.1 Introdução .....	4
2.2 O conceito de Governo das Sociedades.....	5
2.3 A teoria dos custos de agência.....	8
2.4 A teoria dos custos de transacção .....	11
2.5 Comparação entre a teoria de agência e a teoria dos custos de transacção ....	13
2.6 Sistemas de Governo das Sociedades no Mundo.....	15
2.6.1 O Governo das Sociedades na Alemanha.....	16
2.6.2 O Governo das Sociedades na França.....	19
2.6.3 O Governo das Sociedades no Reino Unido.....	20
2.6.4 O Governo das Sociedades nos Estados Unidos da América .....	23
2.6.5 O Governo das Sociedades no Japão .....	25
2.6.6 Comparação dos Sistemas de Governo das Sociedades .....	26
2.7 Impacto da Estrutura de Propriedade no Governo das Sociedades .....	28
2.8 O Governo das Sociedades em Portugal.....	31
2.8.1 O Código das Sociedades Comerciais .....	31
2.8.1.1 Os Conselhos de Administração .....	33
2.8.1.2 Os Auditores e a necessidade de um Órgão de Fiscalização .....	39
2.8.1.3 Os Investidores Institucionais.....	41
2.8.2 O Código dos Valores Mobiliários .....	43
2.8.3 Estudos empíricos realizados em Portugal .....	47
2.9 Conclusões sobre o Governo das Sociedades.....	54
CAPÍTULO 3 O PAPEL DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO NO GOVERNO DAS SOCIEDADES: OS RESULTADOS DE TRABALHOS EMPÍRICOS .....	57
3.1 Introdução .....	57
3.2 Os resultados dos trabalhos empíricos sobre a influência dos Conselhos de Administração no Desempenho .....	58



3.2.1	A influência do Conselho sobre o Desempenho das Empresas .....	58
3.2.1.1	A Composição do Conselho e o Desempenho Empresarial .....	59
3.2.1.2	O Tamanho do Conselho e o Desempenho Empresarial .....	63
3.2.2	As Funções Particulares dos Conselhos de Administração .....	65
3.2.2.1	Substituição do CEO .....	66
3.2.2.2	Resposta a uma Oferta de Aquisição Hostil .....	67
3.2.2.3	Remuneração dos Executivos .....	68
3.2.3	Endogeneidade da Estrutura do Conselho .....	69
3.3	Conclusões sobre o efeito dos Conselhos de Administração no Governo das Sociedades .....	70
<b>CAPÍTULO 4 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO .....</b>		<b>73</b>
4.1	Problema de Investigação .....	73
4.2	Objectivos da investigação .....	74
4.3	Definição das hipóteses .....	74
4.4	Metodologia de investigação empírica: o questionário .....	76
4.4.1	Seleção da amostra .....	76
4.4.2	Instrumento de pesquisa e recolha de informação .....	77
4.4.3	Definição das variáveis .....	78
4.4.3.1	Variáveis relacionadas com os Conselhos de Administração .....	80
4.4.3.2	Variáveis de Desempenho .....	82
4.4.3.3	Variáveis de Controlo .....	83
4.4.4	Tratamento dos dados .....	85
<b>CAPÍTULO 5 RESULTADOS .....</b>		<b>87</b>
5.1	Introdução .....	87
5.2	Estatísticas descritivas .....	87
5.2.1	Empresas Cotadas .....	87
5.2.2	Empresas Não Cotadas .....	93
5.3	Análise bivariada .....	95
5.3.1	Empresas Cotadas .....	96
5.3.2	Empresas Não Cotadas .....	101
5.4	Análise Multivariada: relação entre os Conselhos de Administração e o Desempenho das Empresas .....	106

5.4.1	Empresas Cotadas .....	106
5.4.2	Empresas Não Cotadas .....	110
5.5	Análise comparativa entre as duas amostras.....	113
CAPÍTULO 6 CONCLUSÕES E PROPOSTAS PARA TRABALHOS FUTUROS.		116
6.1	Conclusões .....	116
6.2	Propostas para novos estudos .....	117
BIBLIOGRAFIA .....		119
ANEXOS .....		130

**ÍNDICE DE FIGURAS**

Figura 2.1	O problema de agência e o governo das sociedades.....	9
Figura 3.1	O processo de decisão segundo Fama e Jensen (1983) .....	57
Figura 4.1	Modelo Esquemático do Teste de Hipóteses.....	75

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.1	<i>Corporate Governance ratings</i> por país .....	51
Gráfico 2.2	Composição do Conselho de Administração .....	52
Gráfico 5.1	Relação entre as variáveis: TAMC e VEN/ACT .....	108

## ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 2.1	Aspectos divergentes entre a teoria de agência e a economia dos custos de transacção .....	15
Quadro 4.1	Descrição das variáveis utilizadas na pesquisa.....	79
Quadro 5.1	Características dos Conselho de Administração das Empresas Cotadas (2001).....	87
Quadro 5.2	Características dos Conselho de Administração das Empresas Cotadas (2002).....	88
Quadro 5.3	Características dos Conselho de Administração das Empresas Cotadas (2003).....	88
Quadro 5.4	Percentagem de empresas cotadas em que existe a separação entre os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO .....	89
Quadro 5.5	Percentagem de empresas cotadas que remuneram os membros executivos do Conselho de Administração em função dos resultados ....	90
Quadro 5.6	Comparação das características dos Conselhos de Administração.....	91
Quadro 5.7	Características dos Conselho de Administração das Empresas Não Cotadas (2001).....	93
Quadro 5.8	Características dos Conselho de Administração das Empresas Não Cotadas (2002).....	93
Quadro 5.9	Características dos Conselho de Administração das Empresas Não Cotadas (2003).....	94
Quadro 5.10	Percentagem de empresas não cotadas em que existe a separação entre os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO .....	95
Quadro 5.11	Percentagem de empresas não cotadas que remuneram os membros executivos do Conselho de Administração em função dos resultados ....	95
Quadro 5.12	Matriz de correlações entre as variáveis relacionadas com os Conselhos de Administração e as variáveis de desempenho (amostra de 78 observações /26 empresas cotadas, relativas ao período de 2001-2003).	96
Quadro 5.13	Estatística do teste Qui-Quadrado .....	97
Quadro 5.14	Médias, desvios padrões e estimativas do erro amostral (amostra de 78 observações /26 empresas cotadas, relativas ao período de 2001-2003).	99

Quadro 5.15	Testes T simultâneos (amostra de 78 observações /26 empresas cotadas, relativas ao período de 2001-2003) .....	100
Quadro 5.16	Matriz de correlações entre as variáveis relacionadas com os Conselhos de Administração e as variáveis de desempenho (amostra de 75 observações /25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003).....	101
Quadro 5.17	Estatística do teste Qui-Quadrado .....	102
Quadro 5.18	Frequências observadas e esperadas.....	102
Quadro 5.19	Médias, desvios padrões e estimativas do erro amostral (amostra de 75 observações / 25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003).....	103
Quadro 5.20	Testes T simultâneos (amostra de 75 observações /25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003) .....	103
Quadro 5.21	Médias, desvios padrões e estimativas do erro amostral (amostra de 75 observações /25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003).....	105
Quadro 5.22	Testes T simultâneos (amostra de 75 observações /25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003) .....	105
Quadro 5.23	Relação entre o Desempenho das Empresas e os Conselhos de Administração (amostra de 78 observações /26 empresas cotadas relativas ao período de 2001-2003).....	107
Quadro 5.24	Testes aos modelos estimados (empresas cotadas).....	109
Quadro 5.25	Relação entre o Desempenho das Empresas e os Conselhos de Administração (amostra de 75 observações /25 empresas não cotadas relativas ao período de 2001-2003) .....	110
Quadro 5.26	Testes aos modelos estimados (empresas não cotadas).....	112
Quadro 5.27	– Resumo dos resultados da pesquisa .....	113

**LISTA DE SIGLAS**

CALPERS	- <i>Califórnia Public Employees Retirement System</i>
CEO	- <i>Chief Executive Officer</i>
CMVM	- Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CSC	- Código das Sociedades Comerciais
CVM	- Código dos Valores Mobiliários
OCDE	- Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico
EUA	- Estados Unidos da América
EVA	- <i>Economic Value Added</i>
MCO	- Mercado de Cotações Oficiais
ROA	- Rendibilidade do Activo Total
ROE	- Rendibilidade do Capital Próprio
SGPS	- Sociedade Gestora de Participações Sociais
SPSS	- <i>Statistical Package for Social Science</i>
VEN/ACT	- Vendas sobre o Activo Total

## CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO

O governo das sociedades pode ser definido como um “conjunto de mecanismos de controlo interno e externo que procuram harmonizar os conflitos entre accionistas e gestores, resultantes da separação entre propriedade e controlo (Berle e Means, 1932)”. Sem os sistemas de controlo de governo das sociedades, os administradores mais facilmente tendem a desviar-se dos interesses dos accionistas. Com efeito, o problema do controlo é endémico às grandes empresas, nas quais existe propriedade dispersa, e em que os accionistas individuais carecem de incentivos para desenvolver essa função (John e Senbet, 1998). Desta forma, nos últimos anos, uma boa parte do debate acerca da eficiência dos mecanismos de governo das sociedades têm-se centrado na actividade dos conselhos de administração.

Este é um mecanismo de governo de primeira ordem, já que está situado no vértice dos sistemas de internos de controlo (Jensen, 1993). O interesse nos conselhos de administração não é alheio à atenção que suscita no mundo empresarial. Os múltiplos relatórios que regulam a conduta dos conselhos de administração (como os relatórios de Cadbury, Hampel e Combined, para o Reino Unido, ou relatório de Vienot, para a França) reflectem a preocupação em dispor de órgãos de supervisão eficazes para conduzir as empresas em busca da melhoria do seu desempenho. Existe a convicção generalizada de que o trabalho de supervisão e fiscalização dos conselhos de administração é de grande importância e que todos os esforços para compreender o seu funcionamento e explicar a sua incidência no desempenho resultarão num melhor governo das empresas.

A literatura sobre conselhos de administração recai sobre questões como: a composição e independência do conselho (Baysinger e Butler, 1985, Bhagat e Black, 1999, 2000, Hermalin e Weisbach, 1991, Laurence e Stapledon 1999, Morck, Shleifer e Vishny, 1988), o tamanho do conselho (Eisenberg, Sundgren e Wells 1998, Jensen, 1993, Yermack, 1996) ou a eficiência do conselho de administração na execução das suas tarefas específicas (Core, Holthausen e Larcker, 1999, Hermalin e Weisbach, 2000). Os resultados obtidos, evidenciam uma certa indeterminação do efeito da independência do conselho de administração sobre o desempenho das empresas. No que diz respeito ao



efeito do tamanho do conselho de administração sobre o desempenho, constata-se em geral um efeito negativo. Ou seja, em geral, os conselhos de administração com um número elevado de membros evidenciam um desempenho financeiro mais fraco, além de serem considerados, muitas vezes um obstáculo à mudança. Os estudos académicos e códigos de governo das sociedades recomendam que as funções de presidente do conselho de administração sejam ocupados por pessoas diferentes, de forma a evitar que o *Chief Executive Officer* (CEO) detenha um poder excessivo.

Considerando a relevância e actualidade do tema do governo das sociedades, este estudo procura analisar a relação existente entre as características e modo de funcionamento dos Conselhos de Administração e o desempenho financeiro de sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* e, também, de sociedades de capital privado. O objectivo do estudo é, pois, averiguar se as empresas que evidenciam melhor desempenho financeiro são aquelas cujos conselhos de administração têm: (1) uma maioria de membros independentes, (2) um número médio de 4 a 7 de membros (3) duas pessoas distintas a desempenhar as funções de presidente do conselho de administração e de CEO, e (4) a remuneração dos membros executivos vinculada aos resultados da sociedade.

Em Portugal, o tema do governo das sociedades, apesar da sua importância e crescente discussão, está ainda pouco desenvolvido e verifica-se um fraco número de testes empíricos realizados no país. Este trabalho contribui para um melhor conhecimento e interesse nessa linha de pesquisa.

Além do presente capítulo introdutório, este trabalho está estruturado como se segue. No segundo capítulo apresenta-se a problemática do governo das sociedades, procedendo-se à introdução da teoria de agência e da teoria dos custos de transacção no âmbito deste tema. Neste capítulo abordamos, ainda, o impacto da estrutura de propriedade no governo das sociedades, assim como os diferentes sistemas de governo das sociedades existentes no mundo, e em particular o sistema de governo das sociedades existente em Portugal. No terceiro capítulo apresentam-se alguns estudos de evidência empírica sobre a influência dos conselhos de administração no desempenho empresarial. Em particular, são apresentados estudos empíricos que analisam o efeito que a composição, o tamanho, a independência e o modo de funcionamento dos

conselhos de administração têm sobre o desempenho das empresas. No quarto capítulo, descreve-se a amostra, as variáveis utilizadas e a metodologia empregue na pesquisa. Em seguida, no capítulo cinco, expõem-se e discutem-se os principais resultados empíricos obtidos neste trabalho. E, por fim, encerra-se o trabalho com as principais conclusões e com algumas linhas futuras de investigação.

Os resultados obtidos foram os seguintes: (1) quer no caso das empresas cotadas como das não cotadas, em média, o desempenho financeiro das empresas é melhor quando a remuneração dos directores executivos está vinculada aos resultados da sociedade; (2) também encontramos evidência empírica sobre o efeito negativo do tamanho do conselho de administração sobre o desempenho das empresas, no caso das empresas cotadas; (3) constatamos uma relação significativa entre a independência do conselho de administração e o desempenho das empresas, no caso das empresas cotadas, embora no sentido oposto à hipótese da pesquisa, sugerindo que as empresas com maior número de membros independentes no conselho de administração apresentam, em média, um desempenho mais fraco; por último, (4) a variável presidente do conselho de administração e CEO apresenta, no caso das empresas não cotadas, uma forte evidência de que as empresas que separam as funções de presidente do conselho de administração e CEO obtiveram, em média, um melhor desempenho.

## CAPÍTULO 2 O GOVERNO DAS SOCIEDADES

### 2.1 Introdução

Os primeiros estudos teóricos e empíricos sobre a relação entre as características dos conselhos de administração e o desempenho das empresas surgiram no âmbito das finanças empresariais, relacionados com o problema da separação entre a propriedade e o controlo das empresas modernas, enunciada por Berle e Means (1932) e, mais recentemente, com a formalização da teoria de agência por Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983a).

A premissa comum entre os primeiros estudos é a da existência de interesses e objectivos divergentes entre gestores e proprietários e que, caso não existam incentivos ou mecanismos de monitorização da acção dos gestores, estes últimos podem tomar decisões que maximizam os seus interesses pessoais em detrimento do dos proprietários. É neste contexto que têm sido estudados vários mecanismos de governo das sociedades, entre os quais surge a actividade dos conselhos de administração. Este é um mecanismo de governo de primeira ordem já que está situado no vértice dos sistemas de internos de controlo (Jensen, 1993).

Este trabalho pretende contribuir para o conjunto da literatura empírica, procurando investigar se, nas sociedades anónimas portuguesas, algumas das variáveis de governo das sociedades relacionadas com o Conselho de Administração têm efeitos sobre o desempenho das empresas.

A análise realizada no âmbito deste capítulo começa, em primeiro lugar (secção 2.2), pela apresentação do conceito de governo das sociedades. Em seguida (secção 2.3 e 2.4), é enunciada a teoria de agência e a teoria dos custos de transacção, que incorporam o conselho de administração como objecto de estudo. Seguidamente (secção 2.5), é feita uma comparação entre aquelas duas teorias. Na secção 2.6 são analisados alguns dos sistemas de governo das sociedades existentes no mundo, além de apresentarmos uma comparação entre os vários sistemas.

Em 1999, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer, num estudo intitulado “Corporate Ownership Around the World”, ao analisarem as vinte maiores empresas de vinte sete países<sup>1</sup>, concluíram que, contrariamente ao idealizado por Berle e Means, a maioria das empresas não tem propriedade dispersa, com excepção das economias em que existem sistemas mais eficientes de protecção aos accionistas (como é o caso dos EUA e do Reino Unido). Embora a maior parte da literatura sobre governo das sociedades estude o modelo anglo-saxão de estrutura de propriedade pulverizada, este modelo não é o que ocorre com maior frequência. Neste âmbito é analisado (secção 2.7.) o impacto da estrutura de propriedade no governo das sociedades.

Finalmente, na secção 2.8, é analisado o sistema de governo das sociedades existente em Portugal e a forma como tem evoluído nos últimos anos. Nesta secção são enfatizados, por um lado, o direito das sociedades, permanentemente renovado e, por outro, o interesse recente do direito dos valores mobiliários de intervir no debate sobre o governo das sociedades. Além disso, são apresentados alguns trabalhos empíricos que analisam questões similares às abordadas nesta investigação.

## **2.2 O conceito de Governo das Sociedades**

O “governo das sociedades” é um conceito relativamente novo, quer nos debates públicos quer a nível académico, embora o seu estudo não o seja. O estudo tem as suas raízes nos trabalhos de, entre outros, Berle e Means (com a publicação em 1932 do livro “The Modern Corporation and Private Property”) e, mais cedo ainda, de Adam Smith (com a publicação em 1776 do seu livro “The Wealth of Nations”).

Shleifer e Vishny (1997) definem governo das sociedades como o conjunto de mecanismos através dos quais os fornecedores de recursos asseguram o retorno dos seus investimentos<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Alguns dos países analisados neste estudo foram: EUA, Reino Unido, França, Alemanha, Espanha, Bélgica, Itália, Portugal e Grécia.

<sup>2</sup> Uma definição semelhante é apontada por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (2000).

Zingales (1998) refere que a afectação da propriedade, a estrutura de capital, os sistemas de incentivos dos gestores, os *takeovers*, os conselhos de administração, a pressão dos investidores institucionais, a competição no mercado de factores, a estrutura organizacional, etc., podem ser vistos como instituições que afectam o processo através do qual as quasi-rendas são distribuídas. Consequentemente, define governo das sociedades como “*the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents<sup>3</sup> generated by a firm*” - um conjunto de restrições que moldam a negociação *ex-post* dos resultados gerados pelas empresas<sup>4</sup>.

John e Senbet (1998) propõem uma outra definição, referindo que o governo das sociedades é um meio através do qual as várias partes interessadas (*stakeholders*) exercem o controlo da acção dos directores e gestores da sociedade e, assim, protegem os seus interesses.

A Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) entende por governo das sociedades um sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado (CMVM, 2003a). A CMVM não procura impor modelos rígidos e uniformes, mas antes contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas com interesses na actividade societária – investidores, credores e trabalhadores. O governo das sociedades encerra, nessa medida, duas vertentes: no plano interno, envolve um conjunto de regras organizativas dentro de cada sociedade cotada; no plano externo, respeita à avaliação do desempenho das sociedades, feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a actuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.

As várias definições apresentadas surgem associadas à perspectiva do problema de agência, que ocorre quando existem conflitos de interesses entre accionistas, gestores, credores e trabalhadores de uma empresa, originados pela separação entre a propriedade e o controlo.

---

<sup>3</sup> *A quasi-rent represents the difference between what two parties generate together and what they can obtain in the marketplace* (Zingales, 1998).

<sup>4</sup> Williamson (1994) apresenta uma definição semelhante.

Para efeitos deste estudo, entenderemos o governo das sociedades, em sentido amplo, como o conjunto de práticas que garantem a transparência e a igualdade nas relações entre gestores e accionistas, tendo como consequência directa a maximização do valor da empresa e a valorização do retorno do investimento para os accionistas. Além disso, a responsabilidade social intrínseca ao negócio passa a considerar os conflitos entre accionistas e restantes partes interessadas. Inclui-se, assim, no âmbito do governo das sociedades, as várias condicionantes internas e externas ao funcionamento da sociedade e a forma como são satisfeitas as diferentes partes interessadas na sociedade.

O fundo de pensão CALPERS (*California Public Employees Retirement System*) está associado à origem da aplicação do conceito de governo das sociedades, sendo reconhecido como o pioneiro no movimento de melhores práticas de governo das sociedades. A falência de grandes empresas provocou gigantescos prejuízos e abalos no mercado financeiro internacional. Em contrapartida, o mercado tem vindo a questionar a forma de administração dos conflitos de interesses e a independência da auditoria, com o surgimento de propostas de desvinculação das actividades de auditoria das de consultoria. Esta exposição de evidências conduz à reflexão de que um importante instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais deva ser o governo das sociedades, pois proporciona segurança aos investidores, valoriza as empresas e reduz o custo de captação de fundos.

São várias as razões que contribuíram para o interesse crescente do governo das sociedades (Farinha, 2003):

- as revelações de importantes escândalos financeiros, de negócios mal sucedidos, a divulgação do pagamento de elevadas quantias aos gestores e, mais recentemente, o número elevado de fraudes contabilísticas praticadas pelos gestores (ex. Enron nos EUA);
- a adopção de medidas que impedem o êxito das ofertas públicas de aquisição;
- a comparação dos sistemas de governo das sociedades dos vários países do mundo, especialmente entre os EUA, a Alemanha e o Japão (Shleifer e Vishny, 1997).

### 2.3 A teoria dos custos de agência

O problema da agência foi, primeiramente, analisado por Jensen e Meckling (1976)<sup>5</sup> e recebeu importantes contribuições de Fama e Jensen (1983a) e (1983b). Este problema ocorre quando os gestores não atendem ao princípio da maximização do valor dos accionistas e tomam decisões com o intuito de maximizar a sua utilidade pessoal.

A teoria de agência enfatiza a essência contratual das empresas. Segundo Jensen e Meckling (1976) a visão contratual assenta na ideia de que “a empresa é simplesmente uma forma de ficção legal que serve como um *nexus* de relações contratuais entre indivíduos, sendo também caracterizada pela existência de um conjunto de direitos residuais (*residual claims*) sobre os activos e os *cash-flows* da empresa e que, normalmente, podem ser vendidos sem a necessidade de permissão dos restantes contratantes”. Quer isto dizer que uma empresa não é um indivíduo, mas uma forma de “ficção legal” que resulta de um processo no qual os conflitos de interesses são colocados em confronto dentro do quadro de relações contratuais. Neste sentido, o comportamento da empresa é comparado ao comportamento do mercado, isto é, o resultado de um processo complexo de equilíbrio.

Jensen e Meckling (1976, 308) definem a relação de agência como “o contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) incumbem a outra pessoa (o agente) de realizarem algum tipo de serviços em seu favor, envolvendo a delegação ao agente de alguma autoridade para tomar decisões”. Segundo os autores, como ambas as partes da relação são, por hipótese, maximizadoras da utilidade, existem razões para acreditar que o agente não agirá sempre em função dos interesses do principal. No caso de a relação entre o principal e o agente, o principal pode limitar as divergências, atribuindo incentivos ao agente e, em seguida, supervisionando o seu comportamento. Desta forma, o principal incorre em custos na tentativa de alinhar os interesses do agente com os seus, os quais são chamados de custos de agência. Em Portugal, dado que a concentração da propriedade é elevada, o conflito entre accionistas e gestores tende a

---

<sup>5</sup> Jensen e Meckling (1976) procuram dar uma nova perspectiva ao estudo da relação de agência, acrescentando alguns aspectos comportamentais relacionados com a gestão e oferecendo uma nova visão sobre a estrutura de capital à qual chamaram teoria da estrutura de propriedade (*ownership structure*).

ser reduzido, uma vez que, muitas vezes, são os proprietários que ocupam as funções de administração das empresas.

Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como a soma das despesas de supervisão (*monitoring*) por parte do principal, das despesas com a concessão de garantias contratuais (*bonding costs*) por parte do agente, e das perdas residuais, decorrentes da perda de riqueza pelos accionistas em consequência do comportamento divergente dos agentes em relação ao objectivo de maximização de riqueza dos accionistas.

A relação entre o problema de agência e o governo das sociedades é ilustrada na figura 2.1.

Figura 2.1 – O problema de agência e o governo das sociedades



Fonte: Adaptado de Silveira, A.M. (2002), Governança Corporativa, valor e desempenho da empresa no Brasil, FEA.

A diminuição dos efeitos causados pelo problema de agência depende da existência de mecanismos internos e externos, a que damos o nome de Governo das Sociedades, que harmonizem a relação entre accionistas e gestores. Assim, conforme podemos observar



através da figura 2.1, o conselho de administração é um dos principais mecanismos de alinhamento de interesses entre accionistas e gestores no sistema de governo das sociedades de uma empresa.

Jensen e Meckling (1976) distinguem dois tipos de custos de agência: (1) os custos de agência do financiamento por acções detidas por accionistas externos (*agency costs of outside equity*) e (2) os custos de agência do endividamento (*agency costs of debt*). Quando o proprietário/administrador (*owner-manager*) se financia por abertura de capitais a accionistas externos, ocorrem os custos de agência gerados por divergências entre os interesses de ambos, uma vez que, contrariamente ao que acontecia antes, a redução da riqueza do administrador, enquanto accionista, não é idêntica ao incremento dos benefícios pessoais retirados da actividade da empresa. Nestas circunstâncias, o proprietário administrador procura maximizar os seus benefícios pessoais em detrimento dos accionistas externos.

Os referidos autores mencionam algumas formas de evitar os custos de agência por abertura do capital a accionistas externos, nomeadamente através do aumento das despesas de monitorização pelos accionistas externos ou aumentando o nível de endividamento.

O aumento do nível de endividamento, seja para reduzir os custos de agência por abertura do capital a accionistas externos ou por qualquer outro motivo, pode levar a empresa a enfrentar outro tipo de custo de agência, o chamado custo de agência do endividamento. Tal custo é gerado pelo conflito de interesses entre accionistas e credores. Os custos de agência do endividamento decorrem, em primeiro lugar, do facto de os proprietários se sentirem motivados a investir em actividades de alto risco. Se os credores conseguirem prever essa eventualidade, o preço que estão dispostos a pagar pelos títulos da dívida diminui. Um outro custo de agência associado ao endividamento é o custo com as garantias contratuais, que protegem os credores das acções desfavoráveis levadas a cabo pelos administradores. A terceira componente dos custos de agência do endividamento é a possibilidade de falência originada por altos níveis de endividamento.

A magnitude dos custos de agência pode variar de empresa para empresa. Alguns dos factores que influenciam a dimensão destes custos são, nomeadamente:

- os custos de avaliação do desempenho do gestor;
- a facilidade com que os gestores podem exercer as suas preferências, por vezes contrárias à maximização do valor;
- os custos dos sistemas de incentivos;
- os custos de aplicação de regras e políticas;
- o nível de competição existente no mercado de gestores;
- o custo de “reposição” do gestor;
- a eficiência do mercado de controlo das empresas.

## 2.4 A teoria dos custos de transacção<sup>6</sup>

As pesquisas relacionadas com a teoria dos custos de transacção têm dado origem a várias análises, com particular intensidade a partir da década de 70<sup>7</sup>, cuja origem remonta aos estudos de Coase realizados em 1937 (Williamson, 1999). O princípio desta abordagem pretendia analisar em que circunstâncias os movimentos de integração vertical, bem como a realização de contratos que limitam substancialmente a conduta das partes e/ou estabelecem vínculos de reciprocidade, têm como objectivo a criação de ganhos de eficiência, e não algum tipo de limitação da concorrência.

Williamson (1994) define custos de transacção como sendo “os custos de funcionamento do sistema económico”. Por outras palavras, os custos de transacção são gastos que surgem das interacções entre agentes económicos, em virtude de problemas de coordenação.

Como ponto de partida para a compreensão das transacções procura-se perceber o comportamento dos agentes envolvidos. São de destacar dois factores importantes: a racionalidade limitada e o oportunismo. O conceito de racionalidade limitada (*bounded*

---

<sup>6</sup> Tradução do termo *economics of transaction costs*.

<sup>7</sup> Destacam-se os diversos trabalhos, desenvolvidos sobretudo por Williamson (1971, 1983, 1985, 1991), Alchian (1969), Alchian e Demsetz e Klein, Crawford e Alchian (1978) e que se encontram sintetizados no livro: *The Economics of*

*rationality*) é entendido como uma limitação dos agentes económicos em prever e descrever todas as contingências que possam acontecer futuramente. Assim, os contratos completos são inviáveis, possibilitando a existência de atitudes oportunistas de ambas as partes devido às imperfeições dos termos contratuais.

Por outro lado, a possibilidade de se verificarem conflitos na adaptação das relações contratuais a eventuais imprevistos é ampliada pelo aparecimento de comportamentos oportunistas, seja pela via da obtenção de benefícios privados para os gestores em detrimento dos accionistas, seja pela manipulação ou ocultação de informações e/ou intenções relativamente à outra parte da transacção<sup>8</sup>.

Para Williamson (1994) as principais implicações das hipóteses comportamentais já referidas são: (1) os contratos, mesmo os complexos, são necessariamente incompletos; (2) a confiança entre as diversas partes envolvidas não pode ser unicamente estabelecida a partir da existência de um contrato, pois todo o contrato implica riscos; e (3) é possível acrescentar valor através de outras formas organizacionais que procurem minimizar a racionalidade limitada e defender as transacções contra o oportunismo dos agentes envolvidos.

O autor identifica dois tipos de custos de transacção: os custos gerados antes da transacção, *ex-ante*, como a elaboração e a negociação dos contratos, e os custos *ex-post*, originados após a concretização do negócio, de monitorização das imposições contratuais, de resolução de conflitos que possam existir e de readaptação dos termos contratuais às novas circunstâncias.

Os custos *ex-ante* verificam-se, essencialmente, nos casos em que é difícil estabelecer as condições pré-contratuais, de forma que a transacção seja efectuada de acordo com os parâmetros planeados e esperados. O problema principal encontra-se na definição do próprio objecto de transacção, o que exige longas negociações para garantir a qualidade

---

*Transaction Costs*, An Elgar Critical Writings Reader, Reino Unido, 1999.

<sup>8</sup> Assim, Williamson (1994) conclui que a necessidade de implementar esforços para evitar ou atenuar o oportunismo e os seus efeitos constitui um factor gerador de custos de transacção, visto que, se as condutas dos agentes pudessem ser consideradas fiáveis, a mera promessa de manter a relação contratual, conforme estabelecido inicialmente, seria o suficiente para possibilitar a adaptação da transacção a qualquer evento imprevisto.

e as características desejadas do bem ou serviço transaccionado ou, ainda, para evitar problemas com o pagamento.

A teoria dos custos de transacção enfatiza os custos de transacção *ex-post*. Segundo Williamson, tais custos assumem quatro formas possíveis: (1) custo de inadaptação, quando a transacção não se processa conforme planeado; (2) custos associados ao esforço de corrigir os problemas de desalinhamento *ex-post*; (3) custos de instalação e manutenção das estruturas de governo que gerem as transacções; (4) custos necessários para garantir o cumprimento efectivo do acordo.

Neste contexto, importa referir que a realização de transacções de compra e venda nos mercados pode gerar custos não negligenciáveis associados à impossibilidade de realização de contratos completos. Logo, quanto menor a especificidade dos activos<sup>9</sup>, menor a incerteza e maior a frequência das transacções e consequentemente menores serão os custos associados à utilização do mercado enquanto mecanismo coordenador das interacções mercantis.

O desenvolvimento de instituições especificamente direccionadas para a gestão e coordenação das transacções resulta, então, do esforço dos agentes envolvidos em diminuir os custos mencionados. Para isso, procuram criar “estruturas de gestão” (*governance structures*) apropriadas, percebidas como estruturas contratuais – explícitas ou implícitas – no âmbito das quais se realiza a transacção. Estas “estruturas de gestão” equivalem a formas institucionais particulares (de mercado, hierárquicas ou híbridas), que diferem em termos de mecanismos de incentivo e de controlo de comportamentos, e possuem capacidades distintas em termos de flexibilidade e adaptabilidade.

## 2.5 Comparação entre a teoria de agência e a teoria dos custos de transacção

Williamson (1988) procurou esclarecer em que pontos é que as duas teorias seriam convergentes ou divergentes.

---

<sup>9</sup> Williamson (1994) define especificidade de activos como “investimentos duráveis realizados para viabilizar determinadas transacções e que não podem ser reutilizadas por causa da eventual perda do seu valor”.

Na perspectiva deste autor, os aspectos convergentes seriam:

1. *Discricionariedade da gestão*: muito embora a teoria dos custos de transacção encare a empresa como uma estrutura de governo e a teoria de agência veja a empresa como um *nexus* de contratos (contrariamente à teoria neoclássica que considera a empresa como uma função de produção cujo objectivo principal é a maximização dos lucros), os pressupostos comportamentais em que se fundamentam (racionalidade limitada, oportunismo, informação assimétrica, riscos morais, entre outros) são os mesmos, embora sejam designados de forma diferente.

2. *Eficiência contratual*: ambas as abordagens reconhecem as dificuldades que existem em redigir contratos completos. Contudo, mesmo sabendo das dificuldades práticas, as partes envolvidas procuram fazer o melhor possível, sabendo que terão que redefinir incentivos, reorganizar as “estruturas de gestão”, corrigir possíveis erros e adaptarem-se de forma mais efectiva às mudanças inesperadas. Assim, a teoria de agência concentra-se, essencialmente, nas cláusulas *ex-ante*, e a teoria dos custos de transacção concentra-se nas estruturas *ex-post*.

3. A teoria de agência e a teoria dos custos de transacção estão alicerçadas no princípio de selecção natural, princípio que assenta na capacidade de as empresas reduzirem os custos (de agência ou de transacção) realizando “contratos eficientes dentro das organizações”.

Quanto aos principais aspectos divergentes, eles seriam:

1. *Unidade de análise*: enquanto a teoria de agência foca a atenção nos indivíduos, a teoria dos custos de transacção analisa a eficiência das organizações por meio da análise das transacções. Desta forma, o interesse da desta última opção é alinhar as transacções (que diferem nos seus atributos) com as “estruturas de gestão” (cujos custos e competências também diferem), de uma forma diferenciada (que permita reduzir os custos de transacção). Entre as várias formas pelas quais as transacções podem diferir, a mais importante, para Williamson (1988), é a especificidade dos activos. Ou seja, o quanto aquele activo é relevante para uma determinada transacção.

2. *Custos de agência versus custos de transacção*: enquanto a teoria de agência procura determinar *ex-ante* os custos de agência, a teoria dos custos de transacção dá importância aos custos *ex-post* (supra citados).

3. *Preocupação organizacional*: o cuidado com a redacção de cláusulas *ex-ante* e a consequente predisposição para resolver judicialmente quaisquer desavenças indicam a ausência de definição organizacional num primeiro plano de preocupações da teoria de agência. Para a teoria de custos de transacção, as soluções definidas nos tribunais não são eficazes e só devem ser levadas a cabo em última instância.

O quadro seguinte resume as principais diferenças apontadas por Williamson.

**Quadro 2.1 - Aspectos divergentes entre a teoria de agência e a economia dos custos de transacção**

	<i>Teoria Agência</i>	<i>Economia Custos Transacção</i>
<i>“Unit of analysis”</i>	Indivíduo	Transacção
<i>“Focal dimension”</i>	----	Especificidade dos activos
<i>“Focal costs concern”</i>	Perda residual	Inadaptação
<i>“Contractual focus”</i>	Alinhamento <i>ex-ante</i>	Gestão <i>ex-post</i>

Fonte: adaptado de Williamson, O.E. (1988), “Corporate Finance and Corporate Governance”, Journal of Finance, Vol. 43, pp. 575.

## 2.6 Sistemas de Governo das Sociedades no Mundo

Os debates sobre o governo das sociedades aumentaram consideravelmente nos últimos anos. As principais intervenções em matéria de governo das sociedades reagiram a situações de crise, procurando repor a segurança e a confiança nos mercados. O código Cadbury (1992) também surgiu na sequência de graves escândalos societários ocorridos no Reino Unido. Na Europa Continental, os Princípios emitidos pela OCDE, em 1999, seriam a reacção à crise asiática verificada em 1997 e 1998. Os casos de fraudes contabilísticas, acesso a informação privilegiada e de evasão fiscal, de grandes empresas americanas como a Enron, a Worldcom e outras, levaram a um aumento do debate sobre este tema. Estes últimos lançaram profundas preocupações sobre a adequação das soluções vigentes relativas a uma ampla gama de problemas, como o reforço da

credibilidade da informação financeira e a eficiência dos sistemas de fiscalização das sociedades cotadas na Bolsa.

Existe uma clara separação entre o problema básico de governo das sociedades nas empresas da Europa Continental e nas empresas Anglo-Saxónicas. Com efeito, o sistema de governo das sociedades adoptado por uma empresa reflecte as características económicas, históricas, culturais e legais de um país. É ainda moldado pela estrutura de propriedade e de controlo empresarial e pelo papel desempenhado pelos mercados financeiros aí existentes. Tais diferenças contribuem para as diferenças encontradas entre os sistemas de governo das sociedades dos diversos países.

### **2.6.1 O Governo das Sociedades na Alemanha**

As sociedades por acções alemãs (*Aktiengesellschaft*) têm dois órgãos administrativos: o Conselho Supervisor (*Aufsichtsrat*) e o Conselho de Gestão (*Vorstand*). Os membros do conselho supervisor equivalem à figura dos directores externos de uma empresa dos Estados Unidos (Hutter, Devlin e Burkard, 2002). Os membros do conselho supervisor são eleitos pela assembleia-geral de accionistas e pelos trabalhadores (ou suas organizações representativas). As empresas alemãs com mais de 2.000 trabalhadores devem assegurar aos seus funcionários, pelo menos, o direito de eleger metade dos membros do conselho de supervisão. Nas empresas com 500 a 2.000 trabalhadores este número baixa para um terço. Ao conselho de supervisores compete nomear e destituir os membros do conselho de gestão e controlar a sua actividade. Nenhum membro do conselho supervisor pode ser simultaneamente membro do conselho de gestão ou de qualquer outro órgão equivalente.

O conselho de gestão é equivalente aos directores executivos de um conselho do Reino Unido ou dos EUA, tendo como funções a gestão estratégica e operacional da empresa. O presidente do conselho de gestão (*Vorstandsvorsitzender*), comparável ao CEO<sup>10</sup>

---

<sup>10</sup> Com a expressão CEO procura-se designar, por analogia com a literatura de origem anglo-saxónica, o Principal Director Executivo, o responsável máximo do conselho de administração de uma sociedade anónima.

(*Chief Executive Officer*) no sistema anglo-saxónico, tem como função a coordenação do conselho de gestão (Haid e Yurtoglu, 2004).

Depois de 1995, a transposição para o direito alemão da directiva comunitária 88/627/EEC, sobre transparência, marca uma grande mudança na definição dos “mercados” e na atitude dos políticos, industriais e comunidade financeira, relativamente às empresas cotadas. A partir desta data as sociedades por acções cotadas num mercado oficial passaram a ter que divulgar as partes que controlam em mais de 5% dos direitos de voto (Becht e Boehmer, 1999).

O Código de Governo das Sociedades Alemão foi promulgado em Fevereiro de 2002. Este código constitui a peça central das recentes reformas no governo das sociedades alemãs. Ele não tem, de per si, força de lei. Ao contrário, pretende ser um “código de melhores práticas”, que encoraja as empresas a cumprir voluntariamente. Apesar deste código ser, apenas, aplicável às empresas cotadas, ele encoraja as empresas de capital fechado a adoptar também os seus princípios (Hutter, Devlin e Burkard, 2002).

Segundo Franks e Mayer (2001), a Alemanha tem pouco mais de 800 empresas cotadas, comparativamente às 3000 do Reino Unido. Ainda na Alemanha, 85% das maiores empresas cotadas têm, em geral, um accionista que possui mais de 25% das acções com direito de voto. A propriedade empresarial é caracterizada por uma concentração elevada, principalmente nas mãos das famílias e de outras empresas.

Aqueles autores, ao analisarem uma amostra de 171 grandes empresas industriais Alemãs, constataram ainda que em 57% das empresas existe um accionista maioritário - com mais de 50% das acções. Verificaram também que, no caso das empresas em que um accionista individual possui mais de 25% das acções, cerca de 27,5% das acções estão nas mãos de outra empresa alemã e cerca de 20,5% estão nas mãos de famílias abastadas. Os investidores institucionais alemães detêm apenas 14,7%, pelo que o seu papel é relativamente menor quando comparado com o que desempenham no Reino Unido e nos EUA. Igualmente, os bancos contam com menos de 6% da propriedade.



No seu estudo sobre a propriedade e o controlo das empresas alemãs, Franks e Mayer (2001), concluíram o seguinte:

- existem níveis muito altos de concentração de propriedade nas empresas alemãs, particularmente associados com *holdings* de outras empresas ou famílias e padrões complexos de propriedade<sup>11</sup> que envolvem pirâmides<sup>12</sup>.
- a influência dos bancos alemães deve-se, não só, ao facto de possuírem directamente acções, mas por possuírem ainda “proxy votes” de pequenos accionistas. Estes oferecem uma variedade de serviços incluindo orientação e votação em nome dos accionistas nas resoluções da empresa.
- se, por um lado, o padrão de propriedade nas empresas alemãs (“insider system”) é marcadamente diferente do inglês e americano (“outsider system”), por outro lado, estão associados a formas diferentes de controlo empresarial<sup>13</sup>.
- os resultados encontrados indicam uma fraca influência da concentração de propriedade na rotação do conselho de gestão de empresas com fraco desempenho. Contudo, existe evidência de que os membros do conselho supervisor são substituídos quando se verificam fracos desempenhos.
- embora não exista um mercado de aquisições hostis, existe um mercado substancial de grandes participações accionistas que se assemelha ao mercado pelo controlo empresarial do Reino Unido e dos EUA.

---

<sup>11</sup> Haid e Yurtoglu (2004) referem que as empresas não financeiras controlam cerca de 43% das empresas listadas, de uma forma directa. No entanto, a análise ao “*ultimate owner*” das empresas alemãs, revela que as famílias estão por detrás das empresas não financeiras.

<sup>12</sup> São *holdings* que, por sua vez, controlam *holdings* que controlam outras empresas.

<sup>13</sup> Por exemplo, o mercado accionista americano revela um elevado nível de liquidez e eficiência que exerce grande influência sobre a direcção e o controlo das sociedades. No entanto, os bancos têm tido uma influência reduzida devido a limitações relacionadas com a sua dimensão e com a sua capacidade e propensão para assumir um papel significativo na direcção e no controlo das sociedades. Em contrapartida, pensa-se que na Alemanha e no Japão os bancos assumem esse papel. Da mesma forma, os trabalhadores têm uma influência especial na direcção e no controlo das sociedades na Alemanha, em resultado do processo de co-determinação, assim como no Japão, em resultado da tradição de emprego garantido para a vida (embora esta tradição esteja em risco). Em contrapartida, os trabalhadores têm um papel muito reduzido na direcção e no controlo das sociedades dos Estados Unidos.

### 2.6.2 O Governo das Sociedades na França

O sistema francês permite que as suas empresas possam optar entre três tipos de sistemas de governo das sociedades. O primeiro sistema é caracterizado por um único Conselho de Administração, cujo presidente é também o CEO da empresa. A pessoa que assegura os dois cargos é denominada de *Président Directeur Générale* (PDG). O segundo sistema, muito semelhante ao sistema alemão, é composto por dois órgãos: um Conselho Supervisor (*Conseil de Surveillance*) e um Conselho de Gestão (*le Directoire*). Segundo Mesnooh (2002), este sistema, embora tendo existido durante muitos anos, foi utilizado por um número reduzido de empresas. O terceiro sistema foi introduzido pela Nova Regulação Económica (*la Loi Nouvelle Régulations Economique - NRE*) de 2001. Este modelo assenta no sistema tradicional, caracterizado por um único Conselho de Administração, mas termina com a concentração de poder existente nas mãos do *Président Directeur Générale*, que deixa de ser simultaneamente presidente do conselho e CEO.

Os relatórios *Vienot*, publicados em 1995 e 1999, são considerados os marcos iniciais no debate sobre o governo das sociedades em França. Estes relatórios abordam questões importantes, tais como a proposta de separação entre o cargo de presidente do conselho e de CEO. Além disso, fazem um conjunto de recomendações importantes, como a presença de um número mínimo de directores independentes.

Os mais recentes desenvolvimentos no governo das sociedades cotadas estão relacionados com o surgimento, em Outubro de 2003, de um código denominado “Princípios do Governo das Sociedades” (*Principes de Gouvernement d’Enterprise*). Este código enfatiza a competência e a experiência do director como qualidades importantes, que devem ser analisadas separadamente e adicionalmente à independência. O código francês eleva a proporção de directores independentes de um terço para metade do número de membros do conselho. Além disso, a representação dos directores independentes nos comités de compensação e de auditoria são também reforçadas (Hopt e Leyens, 2004).

### 2.6.3 O Governo das Sociedades no Reino Unido

No Reino Unido reconhecia-se que, para as sociedades serem bem administradas e controladas, era importante ter no conselho de administração directores com independência de julgamento. A organização PRO NED (*Professional Non-Executive Directors*) cujo objectivo é desenvolver e promover o papel dos directores externos, foi criada em 1982 pelo Banco de Inglaterra e pela Bolsa de Valores de Londres, entre outros.

Nos finais dos anos 80 e inícios dos anos 90, a constatação de um número elevado de falências aliado à forte recessão económica verificada no Reino Unido intensificou a preocupação pública com os padrões de relato financeiro e com as práticas contabilísticas. Como consequência, foi formado o Comité *Cadbury*, encarregado da verificação de alguns aspectos do governo das sociedades, relacionados com as práticas contabilísticas e o relato financeiro. Em Dezembro de 1992 foi publicado o relatório *Cadbury* que viria a marcar o início de uma nova etapa no governo das sociedades naquele país.

Em Julho de 1995, na sequência da forte pressão exercida pelos investidores institucionais no sentido de serem analisadas questões importantes não referenciadas no Comité *Cadbury*, foi publicado o relatório *Greenbury*, responsável por importantes avanços na definição de políticas de remuneração dos directores/administradores. Em Novembro de 1995 surge a necessidade de criar um novo grupo para rever os relatórios *Cadbury* e *Greenbury*. Este comité, denominado por Comité *Hampel*, tinha como objectivo promover *standards* elevados de governo das sociedades no interesse de protecção dos investidores e a preservação e melhoria da posição das empresas inglesas cotadas. O relatório *Hampel* procurou consolidar as recomendações dos relatórios *Cadbury* e *Greenbury*, modificando-os nos pontos necessários e contendo as suas próprias recomendações.

Após a publicação do seu relatório final, em Janeiro de 1998, o Comité *Hampel* lança o *Combined Code*, em Julho de 1998, que reuniria as recomendações dos três relatórios anteriores. Este código passou a ser uma das exigências da Bolsa de Valores de Londres para admissão à cotação de Empresas. No dia 23 de Julho de 2003 foi publicado o novo

*Combined Code* aplicável aos relatórios financeiros realizados a partir de 1 de Novembro de 2003 (Hopt e Leyens, 2004). Nenhum dos códigos referidos (*Cadbury*, *Greenbury*, *Hampel* e *Combined Code*)<sup>14</sup> tem a força da lei. São códigos de melhores práticas e a principal obrigação das empresas cotadas no Reino Unido é declararem se, e como, cumprem estes códigos e explicarem as razões para não o fazerem, quando for o caso (Shelmerdine e Walter, 2001).

A estrutura de propriedade das empresas do Reino Unido, à semelhança do que acontece nos Estados Unidos da América, é caracterizada pela dispersão. De referir, no entanto, que a estrutura de propriedade dos EUA é ainda mais dispersa do que a do Reino Unido. Este facto é explicado pelo aumento do número de investidores institucionais naquele país.

Quer os EUA, quer o Reino Unido, partilham um modelo semelhante de governo das sociedades (modelo anglo-saxão). No entanto, numa análise mais pormenorizada evidenciam-se algumas diferenças entre estes dois países (Monks, 2001):

- *Estrutura do conselho*: no Reino Unido, os lugares do conselho são preenchidos essencialmente por directores executivos (internos), verificando-se o oposto nos EUA, onde a presença de directores externos independentes é prática comum.
- *Presidente/CEO*: as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO no Reino Unido são assumidas, normalmente, por diferentes indivíduos, ao contrário do que ocorre nos EUA.
- *Acções de defesa de tentativas de aquisição*: as empresas americanas recorrem à utilização de *poison pills*<sup>15</sup> e outras forma de defesa contra as tentativas de aquisição, enquanto que no Reino Unido nenhuma das mencionadas formas de defesa é aceite legalmente.
- *Remuneração dos directores executivos*: enquanto que nos EUA a filosofia é o pagamento de salários muito elevados, o mesmo já não acontece no Reino Unido.

---

<sup>14</sup> Todos eles estão referenciados na bibliografia.

<sup>15</sup> Por pílula de veneno entende-se: “uma emissão de valores mobiliários que é convertível, no caso de uma fusão, em acções da empresa compradora ou que têm que ser recomprados por esta” (Brealey e Myers, 1998).

No Reino Unido, a gestão das empresas é feita por um conselho de administração com poderes extensivos, mas cujo papel no governo das sociedades é reduzido. Além disso, os directores externos não desempenham um papel disciplinador da gestão, como acontece nos EUA.

Que factores podem estar na base destas diferenças? Franks e Mayer (2002) são de opinião que as normas e regulamentos legais têm aqui um papel importante. Estes autores consideram que existem duas áreas em que as diferenças entre os dois países são particularmente importantes: responsabilidades fiduciárias dos directores executivos e a protecção das minorias, particularmente em relação às tentativas de aquisição e a novas emissões de capital (*new equity issues*).

As principais responsabilidades fiduciárias são o dever de agir com honestidade e lealdade em situações que envolvam o benefício próprio, e o dever de agir com cuidado e habilidade em situações não que envolvam o benefício próprio. Nos Estados Unidos a legislação sobre o dever de exercer uma gestão cuidadosa é relativamente pobre, mas a regulamentação legal sobre o dever de agir com honestidade e lealdade é bastante rigorosa. Além disso, ambos os deveres, particularmente o de agir com honestidade e lealdade, podem dar lugar a uma acção judicial derivada interposta por qualquer accionista. Nos Estados Unidos tais responsabilidades são objecto de normas sociais enraizadas, pelo que a infracção dos mesmos, e especialmente do dever de agir com honestidade e lealdade, pode resultar não só em sanções legais como em publicidade adversa, com os custos inerentes em termos de imagem e de reputação da empresa.

O mesmo não se verifica no Reino Unido, onde as acções para obrigar os directores a assumir tais responsabilidades são praticamente inexistentes. Esta realidade poderá explicar o papel mais consultivo e menos supervisor dos directores executivos das empresas inglesas. De igual modo, estamos em crer que a protecção das minorias também contribuirá para acentuar as diferenças entre o Reino Unido e os EUA. Neste ponto, a legislação inglesa providencia uma protecção maior às minorias, enquanto que nos EUA a protecção das minorias é um assunto da responsabilidade dos tribunais.

#### 2.6.4 O Governo das Sociedades nos Estados Unidos da América

Em 1932 Berle e Means evidenciaram que a estrutura accionista em muitas das 200 maiores empresas dos EUA se caracterizava por um grau de dispersão extremamente elevado, na medida em que nenhum accionista detinha mais de 5% das acções da empresa. Daí que, em muitas empresas americanas de capital aberto ao investimento público, o controlo efectivo sobre o governo das empresas e a orientação estratégica estava realmente nas mãos dos gestores.

Desde a publicação do estudo de Berle e Means, o padrão de controlo accionista das empresas americanas mudou consideravelmente: a elevada dispersão accionista é mais rara, e os investidores institucionais detêm hoje 50% a 60% de todo o capital accionista. Como estão relativamente concentrados, um número relativamente pequeno de instituições representa, usualmente, uma parte significativa das acções em circulação de uma determinada empresa (CMVM, 1999a).

Desta forma, é quase inevitável que os gestores detenham o controlo efectivo das empresas de capital disperso, resultando por vezes em situações em que o poder da gestão é superior ao dos proprietários. Para controlar os problemas de abuso de poder e expropriação da riqueza dos accionistas por parte dos executivos surgiram diversas práticas complementares nos EUA, incluindo aquisições hostis, investidores institucionais activos, normas rigorosas relativas à apresentação de relatórios, e deveres fiduciários rigorosos e estruturas de supervisão dos conselhos de administração.

Além disso, nos últimos 10 anos, quase todas as grandes empresas americanas de capital aberto ao investimento público adoptaram o modelo de supervisão do conselho de administração. Embora a lei americana não imponha um modelo de supervisão, este torna-se praticamente obrigatório para corresponder às normas de gestão geralmente aceites nos EUA (CMVM, 1999a). Tendo este modelo sido aceite como regra, começou a desenvolver-se um conjunto de normas importantes. Dando como exemplo as *GM Board Guidelines* (as linhas de orientação do conselho de administração da *General Motors*), que “definem que os administradores externos devem reunir em sessão de deliberação três vezes por ano e que as decisões sobre direcção e controlo da sociedade devem em princípio ser tomadas por estes administradores”. As *CalPers Core*

*Guidelines* também prevêem que os administradores independentes reúnam periodicamente como um grupo autónomo. Os *Principles of Corporate Governance* do *American Law Institute* estipulam que os administradores independentes, funcionando como um conjunto, têm o direito de, em certas circunstâncias, contratar consultores jurídicos, contabilistas ou outros peritos pagos pela empresa.

Os Códigos das melhores práticas de Governo das Sociedades inspiraram, a partir de 1992, uma nova actuação por parte dos Conselhos de Administração: a substituição mais frequente dos presidentes do Conselho e a mudança das direcções. O primeiro destes códigos foi elaborado pela Comissão *Cadbury*, na Inglaterra, seguido pela *National Association of Corporate Directors* (NACD), pelo código do *Calpers* (*California Public Employees Retirement System*), pelo Código da *General Motors* e muitos outros. O poderoso fundo *Calpers*, de funcionários públicos do Estado norte-americano da Califórnia, trouxe progressos ao Governo das Sociedades ao aumentar o diálogo, a transparência e a preocupação pelo valor do investidor.

Nos últimos anos, os diversos casos de fraudes contabilísticas, financeiras e tributárias, verificados nos Estados Unidos (Enron, Worldcom), conduziram ao aparecimento, em Julho de 2002, do *Sarbanes-Oxley Act*. Esta lei estabeleceu critérios para dar maior credibilidade às empresas de capital aberto ao investimento público, exigiu a reforma e a elevação dos padrões de prestação de contas, de transparência, de consistência e de ética empresarial, e ampliou sensivelmente a responsabilidade dos administradores e das próprias empresas. Tudo isto com vista a permitir um maior acompanhamento do desempenho empresarial, em benefício do mercado de capitais e dos investidores.

Desta forma, a regulamentação imposta pelo governo americano criou condições para que os investidores se sentissem protegidos em relação à ética e qualidade das operações conduzidas pelas empresas em que investem.

As empresas de auditoria foram proibidas ou passaram a ter muito pouca liberdade para prestarem de serviços de consultoria e assessoria tributária e financeira às empresas que auditam. Assim, tornou-se necessário dar apoio independente, em matérias tributárias, aos conselhos de administração, às assembleias de accionistas, aos comités de auditoria,

aos comités internos de gestão tributária, ao CEO e ao director financeiro das sociedades em geral.

Na mesma perspectiva, a administração deve ser eficaz na implantação do governo tributário (*Tax Governance*), de forma a minimizar riscos e incertezas e ampliar resultados, num contexto de concorrência crescente, margens de lucro reduzidas e enormes riscos, potenciados pelos elevados custos fiscais e a alta complexidade legislativa e regulamentar.

O governo tributário apresenta-se entre as melhores práticas de governo empresarial, uma vez que a carga tributária é um dos maiores componentes de custo da actividade empresarial e um dos maiores riscos do negócio, tanto nas operações nacionais como internacionais. Compreende desde a organização ao planeamento das actividades empresariais, identificação, quantificação e controlo dos riscos tributários – sob a perspectiva de uma gestão empresarial eficiente, visando a minimização de incertezas e à legítima ampliação de resultados – até à preservação da boa reputação e a questões estratégicas, técnicas, operacionais, económicas e financeiras do negócio.

### **2.6.5 O Governo das Sociedades no Japão**

As estruturas de propriedade em grupo são frequentes em muitos países. Estas estruturas no Japão denominam-se de *Keiretsu's*. Normalmente, estes grupos têm o controlo das empresas individuais que fazem parte dos grupos. Neste sentido, Lins (2003)<sup>16</sup> e Volpin (2002)<sup>17</sup>, sugerem que a acumulação em excesso dos direitos sobre os fluxos de caixa, reduzem o valor de mercado das empresas.

Kaplan e Minton (1994) referem que o órgão legalmente responsável por administrar as empresas japonesas é o conselho de administração. Os directores são eleitos em reunião de accionistas (na assembleia geral) por um mandato não superior a dois anos. A reunião de accionistas (assembleia geral) realiza-se anualmente. Os accionistas com

---

<sup>16</sup> Citado por Denis e McConnell (2003).

<sup>17</sup> Idem.



pelo menos 3% das acções das empresas têm, no entanto, o direito de convocar uma reunião para votar a demissão dos directores.

As 119 empresas japonesas analisadas por aqueles autores têm, em média, 21 directores. O director mais importante é, normalmente, o presidente. Este é considerado o CEO, embora, em alguns casos, o presidente do conselho tenha mais poder. A maioria das empresas atribui a três ou quatro directores (onde se inclui o presidente) o direito de representar a empresa em acordos com partes terceiras e de tomar decisões em assuntos que lhe sejam delegados pelo conselho. Esses directores são chamados os directores representantes da empresa.

No Japão existem poucos directores externos. De facto, as empresas da amostra estudada evidenciam, em média, apenas dois directores que exercem funções em mais do que uma empresa. Kaplan e Minton analisam ainda as nomeações de directores externos, dado que estas são pouco usuais e, em geral, são associadas à ideia de que o banco principal ou outras empresas externas estão a prestar uma atenção especial ao governo da empresa em causa. Sobre este assunto, os autores concluíram que tais nomeações estabilizam e melhoram o desempenho das empresas (medido através do retorno gerado pelas suas acções, desempenho operacional e crescimento das vendas).

### **2.6.6 Comparação dos Sistemas de Governo das Sociedades**

Desde que se reconheceram diferenças fundamentais entre os diversos sistemas de governo das sociedades tem-se procurado saber qual desses sistemas é o mais eficaz (Denis e McConnell, 2003). As primeiras pesquisas apontavam para dois sistemas de governo das sociedades que caracterizavam as estruturas dos diversos países: o sistema Anglo-Saxónico (EUA, Reino Unido e Canadá) e, o sistema Nipo-Germânico (Alemanha, Japão, Bélgica, Espanha, França, Holanda, Itália, Suíça e Portugal). Alguns autores fazem uma classificação diferente aos modelos referidos, referindo-se a eles como sistemas centrados no mercado (*market-centered governance systems*) e sistemas centrados nos bancos (*bank-centered governance systems*). Estes últimos são

designados por sistemas centrados nos bancos devido ao papel central desempenhado pelas instituições financeiras (bancos e seguradoras) no financiamento das empresas.

Nos anos oitenta, período de forte desenvolvimento das economias japonesa e alemã, o governo das sociedades centrado nos bancos era considerado o mais favorável, nomeadamente originar um menor custo de capital para as empresas (Becht, Bolton e Roell, 2002). No entanto, a recessão da economia japonesa, na década de noventa, revelaria a existência de conluio entre os bancos japoneses e os gestores, algo distante do sistema eficiente de governo das empresas pretendido. Consequentemente, o sistema centrado nos mercados acabaria por ser apontado como um sistema possivelmente mais recomendável.

Segundo Franks e Mayer (2001), a maioria dos mercados de capitais do Continente Europeu são caracterizados pelo número reduzido de empresas cotadas, propriedade accionista concentrada (principalmente nas mãos de famílias e outras empresas), padrões complexos de propriedade que envolvem pirâmides e baixos níveis de actividades de aquisição. Estas estruturas são frequentemente designadas por “insider systems” nos quais o sector empresarial também possui interesses de controlo. Em contraste, o Reino Unido e os Estados Unidos têm aquilo que chamam “outsider systems” de propriedade empresarial, com grandes mercados de capitais, propriedade dispersa e mercados activos de controlo empresarial.

La Porta, Shleifer, Lopez-de-Silanes e Vishny (2000), sugerem que a comparação entre os diferentes sistemas de governo das sociedades deve ser feita em função do grau de protecção legal oferecida aos investidores, pois consideram insuficiente a comparação dos sistemas centrados nos bancos ou no mercado. Os autores constataram que os países de ambiente legal com origem no direito comum concedem um maior grau de protecção aos investidores, enquanto que os países de ambiente legal com origem no direito Civil Francês, como é o caso português, exercem uma menor protecção. Para os autores, a concentração da propriedade pode ser a resposta para a falta de protecção aos investidores, que observaram uma correlação negativa bastante significativa entre a concentração da propriedade e qualidade da protecção legal aos investidores.

Shleifer e Vishny (1997) afirmam que um bom sistema de governo das sociedades se baseia na combinação apropriada de protecção legal dos pequenos investidores e a concentração da propriedade em grandes investidores, com poderes para diminuir o problema de agência. Os autores consideram que os EUA, o Reino Unido, a Alemanha e o Japão possuem bons sistemas de governo das sociedades, embora a protecção legal aos investidores seja diferente. Enquanto que os sistemas americano e inglês assentam, de alguma forma, numa maior protecção legal, os sistemas alemão e japonês caracterizam-se por uma protecção legal mais fraca, mas por uma maior concentração da propriedade.

É provável que a evolução em direcção a sistemas legais que protejam mais eficientemente os investidores conduza a melhorias nos sistemas de governo das sociedades e a um maior desenvolvimento económico dos países. O que não é claro é a probabilidade de que tais evoluções ocorram. Dado que existe uma dificuldade política para que se efectuem mudanças conducentes a uma convergência legal, La Porta, Shleifer, Lopez-de-Silanes e Vishny (2000) dão maior ênfase a uma convergência funcional. Esta ocorre quando os investidores individuais ou as empresas se adaptam de maneira a criar mecanismos de governo das sociedades mais fortes, apesar da carência de sistemas legais eficientes.

## **2.7 Impacto da Estrutura de Propriedade no Governo das Sociedades**

Exceptuando os EUA, o modelo de governo das sociedades mais comum na OCDE (Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico) e nos países desenvolvidos é a concentração da propriedade<sup>18</sup>. Tal constatação veio contrariar o modelo de propriedade dispersa, originalmente idealizado por Berle e Means (1932) e depois propagado por Jensen e Meckling (1976).

Claessens, Djankov e Lang (2000), ao analisarem a separação entre propriedade e controlo de 2.980 empresas de nove países do Leste Asiático, concluíram que cerca de

---

<sup>18</sup> Como comprovam os estudos e experiências empíricas de La Porta *et al.* (1999), Claessens, Djankov e Lang (2000).

dois terços das empresas possuíam um único accionista com o controlo efectivo dos direitos de voto que eram, normalmente, famílias (excepção para o Japão).

Igualmente, La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), analisaram, como já referimos, as vinte maiores empresas de vinte e sete países, tendo em vista observar em quantas dessas empresas havia pelo menos um grande accionista ou bloco de acções (*blockholder*). Se definirmos uma sociedade de capital disperso como sendo aquela que não tem nenhum grande accionista e definirmos grande accionista como aquele que detém pelo menos 20% do capital de uma sociedade, então 100% das vinte maiores empresas no Reino Unido e 80% das vinte maiores empresas nos Estados Unidos tinham o seu capital disperso. Em contrapartida, em França 60% das vinte maiores empresas tinham o seu capital disperso, na Alemanha 50%, em Espanha 35%, em Itália 20%, em Portugal e na Grécia 10%, e na Bélgica 5% das vinte maiores empresas tinham o seu capital disperso.

Se em vez disso definirmos uma sociedade de capital disperso como aquela em que nenhum accionista detém 10% do capital da sociedade (de modo que haverá um menor número de sociedades consideradas de capital disperso), então 100% das vinte maiores empresas do Reino Unido e 80% das vinte maiores empresas dos Estados Unidos tinham o seu capital disperso. Em contrapartida, segundo este critério, na Alemanha 35% das vinte maiores empresas tinham o seu capital disperso, em França 30%, em Espanha e em Itália 15%, na Grécia 5% e em Portugal e na Bélgica nenhuma das vinte maiores empresas tinha o seu capital disperso. Em vez de uma estrutura de propriedade dispersa, conclui-se que cerca de 64% das grandes empresas apresentam accionistas controladores, que, à excepção do Japão, são na sua maioria o Estado ou as famílias, e, neste último caso, muitas das vezes descendentes dos sócios fundadores.

A elevada concentração da propriedade e a presença de grandes accionistas controladores, atrás constatada, tem vantagens e desvantagens para as empresas. Vários estudos realizados até este momento, têm procurado analisar esses efeitos. Quanto às vantagens, podemos enunciar as seguintes:

- Shleifer e Vishny (1986) referem que a existência de grandes accionistas controladores pode ajudar o problema dos oportunistas<sup>19</sup> (*free-riders*), de monitorização da gestão e assim, diminuir os custos de agência. Além disso, La Porta *et al.* (1999) alegam que a existência de grandes accionistas contribuiria para a redução dos custos de agência nos países com fraca protecção legal.

Quanto às desvantagens:

- La Porta *et al.* (1999) referem que o conflito de agência entre gestores e accionistas não é significativo, uma vez que os grandes accionistas têm quer os incentivos, quer a capacidade, para controlar a gestão. Porém, sugerem que a alta concentração da propriedade provoca conflitos de agência de capital entre os accionistas maioritários e os accionistas minoritários. Isto ocorre, essencialmente, nos países em que é fraca a protecção aos accionistas minoritários.
- Os accionistas controladores procuram apropriar-se de fluxos de caixa superiores aos que lhe são devidos. A probabilidade de recebimento deste tratamento é especialmente alta caso possuam direitos de controlo significativamente maiores do que seus direitos de fluxo de caixa, isto é, poder de tomada de decisão superior ao poder de voto (Silveira, 2002).
- Outro custo importante, descrito por Shleifer e Vishny (1997) ocorre quando o número de grandes accionistas é reduzido e conseqüentemente, o seu risco é maior. Nestes casos, dado que as suas participações são elevadas, os accionistas procuram minimizar o seu risco ora diversificando excessivamente a empresa ora reduzindo prudentemente o número de projectos em que participa.

Em geral, as principais desvantagens associadas à concentração da propriedade são a possibilidade de expropriação de outros investidores e a expropriação resultante da realização de actividades que não são maximizadoras de valor.

---

<sup>19</sup> O “*free-rider*” não suporta quaisquer custos inerentes à melhoria do governo das sociedades (estes são suportados totalmente pelo investidor activo), mas beneficia da valorização dessas mesmas sociedades (Alves, 2000).

Haid e Weigand (1999) referem que os grandes credores, como os bancos, podem exercer um papel de controlo igualmente importante ao desempenhado pelos grandes accionistas. O seu papel no governo das sociedades pode ser ainda maior em sistemas, como é o caso da Alemanha, onde os bancos podem possuir participações no capital das empresas industriais e ainda, exercer o direito de voto com as procurações de muitos accionistas individuais.

## **2.8 O Governo das Sociedades em Portugal**

Em Portugal, o tema do governo das sociedades é impulsionado por dois factores distintos, mas interligados entre si. Por um lado, o direito das sociedades, permanentemente renovado e, por outro lado, o interesse recente do direito dos valores mobiliários de intervir no debate internacional do governo das sociedades (Câmara, 2001). Os principais diplomas das áreas societária e mobiliária existentes a este nível são: o Código das Sociedades Comerciais (CSC)<sup>20</sup>, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Novembro, e o Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro.

### **2.8.1 O Código das Sociedades Comerciais**

O Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo D.L. n.º 262/86, de 2 de Setembro, permite, à semelhança da Lei Francesa de 1966, a adopção de uma de duas modalidades de estrutura de administração (art. 278º): (1) sistema monista tradicional, com um único órgão de administração (o conselho de administração ou, nas sociedades com capital inferior a 200 000 euros, o administrador único), um órgão de fiscalização (um fiscal único, que deve ser revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas, ou um conselho fiscal) [art. 278º, n.º1, al. a) e, n.º 2; 390º, n.º 2 e 413º, n.º1], para além da colectividade dos accionistas; e (2) um sistema dualista, em

---

<sup>20</sup> Ver Caeiro e Serens (2001).

que, além da colectividade dos accionistas, existe uma direcção (ou, um único director quando o seu capital não exceda os 200 000 euros), um conselho geral e um revisor oficial de contas [ou uma sociedade de revisores oficiais de contas - art. 278º, n.º1, al. b) e, n.º 2; 424º, n.º 2]. Corresponde ao sistema alemão, também permitido pela Lei francesa de 1966. A possibilidade de escolha entre as duas modalidades de estrutura é inspirada no desejo de harmonização da legislação portuguesa com as dos demais Estados Membros da União Europeia. Com efeito, a estrutura<sup>21</sup> prevalecente na União Europeia é aquela que promove a separação entre a função de monitorização e supervisão e a função de gestão, quer isso se faça através de estruturas dualistas (Alemanha) ou de estruturas híbridas (França, Luxemburgo, Bélgica). Naturalmente, porque se espera que os conselhos de administração tenham um papel mais efectivo de monitorização da gestão é necessário que exista esta separação entre a gestão e a sua monitorização.

Nos sistemas monistas de Espanha, Itália, Portugal e Bélgica, é notável o papel desempenhado pelo comité executivo na estrutura de governo da sociedade. Neste caso, o comité executivo é o órgão no qual o conselho de administração delega o poder para gerir a actuação da empresa de uma forma análoga a um conselho de gestão. Estes comités incluem não só os executivos seniores da empresa, mas também os representantes dos accionistas dominantes. Daí o código de governo das sociedades português sublinhar a necessidade do Comité Executivo, caso seja criado, reflectir, na medida do possível, o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a accionistas dominantes e os administradores independentes.

O CSC encerra, ainda, um conjunto de disposições relacionadas com a direcção e o controlo da generalidade das sociedades portuguesas, destacando-se os normativos relacionados com a organização e funções da administração, com o exercício do direito de voto e com os órgãos de fiscalização das sociedades.

---

<sup>21</sup> Conhecem-se três tipos de estruturas administrativas: monista (unitária), dualista (bipartida) e híbrida. As estruturas unitárias são compostas por um único conselho, as estruturas bipartidas incluem um Conselho Supervisor e um Conselho de Gestão e, finalmente, as estruturas híbridas conjugam diversas variantes face às duas estruturas anteriores.

### 2.8.1.1 Os Conselhos de Administração

#### *Formação dos Conselhos de Administração*

Os artigos do CSC que tratam da formação do conselho de administração estabelecem o número de membros, critérios de elegibilidade e regras de votação. Relativamente à eleição, a legislação portuguesa dispõe que os administradores podem ser designados no contrato de sociedade ou eleitos pela assembleia geral ou constitutiva, (CSC, art. 391, n.º 1). Os administradores não podem fazer-se representar no exercício do seu cargo, sendo-lhes aplicável, no entanto, o referido no n.º 5 do art. 410º (qualquer administrador pode fazer-se representar por outro administrador, mas cada instrumento de representação não pode ser utilizado mais do que uma vez) [n.º 5, do art. 391º do CSC]. O disposto no n.º 5 do art. 391º do CSC não exclui a possibilidade de a sociedade, por intermédio dos administradores que a representam, nomear mandatários ou procuradores para a prática de determinados actos ou categoria de actos (CSC, n.º 6 do art. 391º). Os directores são designados no contrato de sociedade ou eleitos pelo conselho geral (CSC, art. 425, n.º 1). Por outro lado, o conselho geral é um órgão colegial composto por um número ímpar de membros, designados no contrato ou eleitos pela assembleia geral ou constitutiva, de entre os accionistas com voto (CSC, art. 434º e 435º). Quanto às regras de votação, fixa o art. 384º do CSC que, na falta de diversa estipulação nos estatutos, a cada acção corresponde um voto, embora permita limitações ao direito de voto. Além disso, as Recomendações da CMVM de 1999 sublinham que deve ser estimulado o exercício activo do direito de voto (CMVM, 1999b).

Após 1986 é permitida a escolha de um modelo de fiscalização constituído por um conselho fiscal ou por um conselho geral mais Revisor Oficial de Contas (ROC). A partir de 1996 as sociedades de capital público passam a ter um fiscal único em substituição do conselho fiscal. Já nas sociedades comerciais, a possibilidade de ter um fiscal único deixa de depender do capital social da sociedade.



### *Composição dos Conselhos de Administração*

Correia (1993) refere que alguns autores defendem a fixação de um limite máximo de membros do órgão de administração. Esta limitação pretende evitar que órgãos executivos importantes fiquem impossibilitados de tomar decisões eficazmente, por terem um número excessivo de membros, bem como evitar a demasiada diluição de responsabilidades. Contudo, existem muitos países onde a lei não estabelece qualquer limite máximo de membros dos órgãos de administração. Mas existem alguns países que estabelecem um ou vários desses limites máximos. É o que se verifica na Alemanha, que estabelece limites máximos dos conselhos de vigilância, em função do valor do capital social emitido.

A legislação portuguesa, à semelhança de outras estrangeiras, não fixa um número determinado de membros para os órgãos de administração, mas podem e devem os estatutos fixar esse número dentro dos limites legais referidos (número mínimo, máximo e ímpar). Decorrente do art. 390º do CSC: “(1) o conselho de administração é composto por um número ímpar de membros fixado no contrato; (2) o contrato de sociedade pode dispor que a sociedade tenha um só administrador, desde que o capital social não exceda 200 000 euros. Assim, a regra é que a administração é um órgão plural, tendo um número mínimo de administradores, que deve ser ímpar e não pode ser inferior a três.

Por outro lado, a direcção “é composta por um número ímpar de membros, no máximo de cinco”; “o contrato deve fixar o número de directores, mas a sociedade só pode ter um único director quando o seu capital for inferior a 200 000 euros” (CSC, art. 424º).

Importa referir que a direcção é um órgão colegial composto por pessoas singulares com capacidade jurídica plena, mas podem não ser accionistas (CSC, art.425º, n.º 5). O CSC não prevê a existência de representantes dos trabalhadores, como tais, na direcção. Impõe, no entanto, a designação de um director do trabalho encarregado das relações com os trabalhadores (CSC, art. 427º, n.º 3). E, quando um trabalhador da sociedade for designado seu administrador, o contrato de trabalho extingue-se ou suspende-se, consoante dure há menos ou mais de um ano (CSC, art. 398º, n.º2).

### *Competência do conselho de administração*

O conselho de administração tem poderes legais próprios, distintos dos dos accionistas (CSC, art. 405º), bem como do conselho fiscal (CSC, art. 420º). Com excepção para o administrador único, o conselho de administração exerce colegialmente (por maioria) os poderes de gestão e conjuntamente os poderes de representação (CSC, art. 405º, 406º e 408º).

O CSC permite (sem impôr) que o conselho de administração se faça substituir no exercício da sua competência por um ou mais dos seus membros. Para isso, foram concebidas as figuras dos administradores-delegados e da comissão executiva, ambas assentes na delegação de poderes.

O CSC permite três modalidades de “delegação de poderes de gestão” pelo conselho de administração (art. 407º): (1) num ou nalguns administradores (delegados), “para certas matérias de administração”, salvo proibição contratual; (2) num ou nalguns administradores (delegados), para a “gestão corrente da sociedade”; e (3) numa comissão executiva, para a “gestão corrente da sociedade”. Quanto a poderes de representação, o CSC permite apenas uma modalidade de delegação de poderes pelo conselho de administração: num ou mais administradores delegados, desde que prevista no contrato e delimitada pelo conselho de administração. Além disso, existem, desde logo, certos poderes que não podem sequer ser delegados (CSC, art. 407º, n.º 2, primeira parte, e n.º 4).

De notar, porém, que, a delegação de poderes não significa uma diminuição de poderes do conselho de administração, este continua a ter a sua “competência normal” e correspondente responsabilidade (CSC, art. 407º, n.º 2 e 5).

### *Presidente do Conselho*

O CSC impôs a existência de um presidente do conselho de administração (art. 395º, n.º 2), que poderá ser designado pela colectividade dos accionistas (aquando da eleição do conselho de administração), se o contrato assim o definir (art. 395º, n.º 1), ou, na falta

de cláusula contratual nesse sentido, será escolhido o próprio conselho de administração (art. 395º, n.º 2). Correia (1993, 268) refere que “o presidente do conselho de administração tem, obrigatoriamente, que ser o administrador – embora tal não esteja expressamente referido no CSC”.

Sobre a competência do presidente do conselho de administração, o CSC estabelece no n.º 1 do art. 410º que o conselho de administração pode ser convocado pelo seu presidente, ou também por outros dois administradores. O presidente do conselho de administração não tem poderes próprios de gestão nem de representação da sociedade: só terá se o conselho de administração lho delegar, como noutro administrador qualquer (CSC, art. 405º a 408º). O conselho pode deliberar mesmo que o seu presidente não esteja presente, basta apenas que esteja representada a maioria dos seus membros (CSC, art. 410º, n.º 4). O presidente do conselho de administração poderá ter voto de qualidade mas só se contrato lho atribuir (CSC, art. 395º, n.º 5). “Assim o presidente do conselho de administração previsto no CSC não constitui verdadeiramente um órgão distinto do conselho de administração, diferentemente do que se passa na Lei francesa” (Correia, 1993).

### *Direito de Voto*

Os normativos relacionados com o exercício do direito de voto deixam margem para que as sociedades, nos respectivos estatutos, consagrem medidas para estimular o exercício desse direito, e permitam combater o absentismo dos accionistas nas reuniões da assembleia geral. Na sequência desta filosofia, o novo Código dos Valores Mobiliários veio permitir o exercício do direito de voto por correspondência em assembleias gerais das sociedades abertas, e desenvolver o regime de representação de accionistas, através de solicitação de procuração, em sinal de um avanço legislativo que deve ser acompanhado pela prática societária. Nesse sentido, a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários evidencia um novo avanço no incremento de boas práticas de governo societário, ao fazer aprovar em 2001 as Recomendações relativas ao exercício do voto por correspondência nas sociedades abertas. Estas recomendações têm como objectivo contribuir para uma utilização equitativa e eficiente do voto por correspondência.

### *Remuneração*

O Código das Sociedades Comerciais prevê que a remuneração de cada um dos administradores da sociedade compete à assembleia geral ou a uma comissão de accionistas, tendo em conta as funções desempenhadas por aqueles e em função da situação económica da sociedade (art. 399º, n.º 1), podendo ser certa ou consistir parcialmente numa percentagem dos lucros do exercício (art. 399º, n.º 2).

Contudo, o desejo legal de prevenção dos problemas de conflito de interesses, subjacente à recomendação n.º 9 do CMVM de 2003, só é possível se a composição daquela comissão incluir apenas pessoas independentes<sup>22</sup> em relação à administração, e que não possam ser influenciadas por estas. Além disso, a recomendação n.º 8 da CMVM de 2003 refere que “a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada por forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade e deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais”.

Uma política de remuneração deste tipo constitui um corolário do alinhamento de interesses entre os administradores e a sociedade, dado que a revelação da repartição interna das remunerações permite verificar os incentivos existentes para premiar o empenhamento dos membros do órgão de administração na prossecução dos objectivos comuns. Esta medida constitui uma prática importante para o bom governo das sociedades.

### *O Conselho e o Governo das Sociedades*

Do ponto de vista de um governo equilibrado das sociedades, é importante garantir que o administrador e o órgão em que se insere ajam no melhor interesse da sociedade (ou

---

<sup>22</sup> Nos termos do n.º 2 do art. 1º do Regulamento n.º 11/2003 da CMVM, não são considerados administradores independentes os que estejam associados a grupos de interesses específicos na sociedade, incluindo-se nesta categoria os seguintes: (a) os membros do órgão de administração que pertençam ao órgão de administração de sociedade que sobre aquela exerça domínio; (b) os membros do órgão de administração que detenham participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade, ou de idêntica percentagem em sociedade que sobre aquela exerça domínio; (c) os membros do órgão de administração que exerçam funções de administração ou tenham um vínculo contratual com empresa concorrente; (d) os membros do órgão de administração que auferam qualquer remuneração da sociedade, ou de outras sociedades que com aquela estejam em relação de domínio ou de grupo, excepto a retribuição pelo exercício das funções de administração; e (e) os membros do órgão de administração que sejam cônjuges, parentes A e afins

seja, dos accionistas) e não de acordo com o seu próprio interesse. Para isso contribuem, por um lado, as Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades que aconselham a inclusão no órgão de administração de um ou mais membros independentes em relação aos accionistas dominantes. Por outro lado, o CSC<sup>23</sup> existe a possibilidade de responsabilização do administrador em caso de incumprimento de dever consagrado na lei ou no contrato, presumindo-se a culpa do administrador se a sua actuação for ilícita. O direito português carece, com relação às boas práticas de governo das sociedades, de uma cultura de responsabilização dos administradores, que deve ser alvo de consideração.

Segundo Câmara (2001, 48) “um dos legados mais importantes do tema do governo das sociedades diz respeito à distribuição de poderes de decisão em relação a matérias de gestão”. Esta questão, como refere o autor, encerra em três corolários importantes: por um lado, a coexistência entre directores executivos e não executivos; por outro lado, a repartição de poderes executivos entre o presidente (*chairman of the board*) e o principal director executivo (*chief executive officer*); por fim, a criação de comités especializados (comités de fiscalização, comités de selecção, comités de fixação de remunerações) em que os directores não-executivos tenham um papel importante.

Neste âmbito, refere o CSC (art. 407º, n.º1) que, na falta de proibição estatutária, o conselho pode incumbir alguns ou alguns administradores de se ocuparem de certas matérias de administração. O quadro normativo português, admite assim, a criação de comités especializados<sup>24</sup>, sendo já prática corrente a existência de comités de remuneração. Além disso, não parece, à luz do direito actual, que este impeça que se delegue num ou a alguns administradores a tarefa de fiscalização das contas da sociedade. A responsabilidade pela sua aprovação é que não pode ser confiada a apenas uma parte da administração. A somar a este facto, a delegação de funções de administração numa comissão executiva implica o dever de fiscalização no seio do

---

em linha recta até ao terceiro grau.

<sup>23</sup> Art. 72.º do CSC.

<sup>24</sup> Em complemento destas indicações, as recomendações da CMVM de 2003 dispõem que se for criada uma Comissão Executiva, a respectiva composição deve reflectir, na medida do possível, o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a accionistas dominantes e os administradores independentes. De acordo com a mesma recomendação, o órgão de administração deve estar, a todo o tempo, devidamente informado sobre as matérias em apreciação e sobre as decisões tomadas pela Comissão Executiva.

conselho de administração (a exercer por administradores não executivos). “A natureza híbrida do conselho de administração, como órgão que acumula funções de administração e de fiscalização é, por isso, já neste momento uma realidade” (Câmara, 2001, 49)

Em suma, embora se verifiquem alguns sinais da problemática do governo das sociedades no direito português, pela sua importância, o diálogo nesta matéria deve ser incentivado e ampliado.

### **2.8.1.2 Os Auditores e a necessidade de um Órgão de Fiscalização**

Como já foi referido anteriormente, em Portugal, as sociedades anónimas têm tipicamente um órgão de fiscalização – o conselho fiscal ou fiscal único, consoante a estrutura de administração. Inicialmente, este órgão era ocupado pelos sócios ou pessoas próximas a estes. Esta situação foi recentemente alterada, através do Decreto-Lei 257/96, de 31 de Dezembro, exigindo a inclusão no órgão de fiscalização de um revisor oficial de contas. O objectivo desta inclusão foi o de aumentar o grau de profissionalização e independência do conselho fiscal. O próprio Código dos Valores Mobiliários exige que determinada informação financeira seja verificada por um auditor<sup>25</sup>. Como forma de assegurar a idoneidade, independência e competência técnica dos auditores, estes são obrigados a registarem-se junto da CMVM<sup>26</sup>. Os auditores registados na CMVM e revisores de contas contratados não podem ser beneficiários de vantagens particulares ou deter, directamente ou por interposta pessoa, quaisquer valores mobiliários emitidos pelas entidades a quem prestam serviços ou outras entidades relacionadas.

Não é, pois, de admirar a crescente exigência para os auditores de sociedades cotadas. Esta exigência coloca-se, por razões várias. Desde logo, porque o serviço prestado pelo

---

<sup>25</sup> De acordo com o art. 8.º do CVM, deve ser objecto de relatório ou parecer realizado por auditor, toda a informação financeira contida em documento de prestação de contas, em estudo de viabilidade, ou em outros documentos que: (a) devam ser submetidos à CMVM, (b) devam ser publicados no âmbito de pedido de admissão à negociação em mercado regulamentado, ou (c) respeitem a instituições de investimento colectivo. Quaisquer previsões realizadas no âmbito dos referidos documentos devem também ser objecto de apreciação particular.

auditor afecta as decisões quer dos investidores, quer de outros agentes interessados. Além disso, o mercado de capitais induz uma grande pressão para a melhoria do desempenho financeiro. Por último, a remuneração dos executivos vinculada aos resultados obriga a uma vigilância apertada no plano financeiro.

O problema da necessidade de um órgão de fiscalização passa, desta forma, pela análise da estrutura do governo das sociedades. Neste sentido, a recomendação da Comissão Europeia aconselha a existência de um órgão de governo das sociedades que: (1) examine as práticas contabilísticas adoptadas, (2) seleccione o auditor externo, (3) verifique a independência do auditor, e (4) supervise a auditoria interna. É neste contexto que surgem os comités de auditoria (*audit committees*). São comités permanentes criados a partir do órgão de administração e compostos por administradores não-executivos (integral ou maioritariamente independentes). A desvantagem deste comité, face ao normativo português, é que o mesmo não pode ter competências decisórias mas apenas consultivas, pois as competências na elaboração das contas não são delegáveis.

Não existem modelos únicos de governo das sociedades, pelo que, em nosso entender, se devem privilegiar as estruturas de governo com tradição em Portugal. Assim sendo, importa verificar se o conselho fiscal ou o fiscal único podem desempenhar estas funções. A situação actual evidencia alguns sinais negativos, nomeadamente:

- a falta de articulação entre o regime societário e o regime dos auditores;
- a possibilidade de escolha entre um sistema monista ou dualista ter sido adulterada;
- o facto de o auditor externo não ser escolhido pela assembleia geral, mas antes pela administração, ao mesmo tempo que faz parte do conselho fiscal (cuja função principal é a de controlar a administração);
- nestes termos, pode diminuir a vontade por parte do auditor externo para fiscalizar a administração, pois fiscaliza quem o “contrata”.

Neste sentido, seria desejável reformular o sistema de fiscalização das sociedades cotadas, através do reforço da independência do conselho fiscal e da sua separação em

---

<sup>26</sup> Art. 9.º da CVM.

relação aos auditores. Pois, como se disse, o sistema de fiscal único e a possível coincidência entre o fiscal único e o auditor esvazia o conselho fiscal como órgão de fiscalização. O conselho fiscal está concebido para fiscalizar a administração, não tendo como função a fiscalização dos auditores.

### **2.8.1.3 Os Investidores Institucionais**

Nos últimos anos, os investidores institucionais assumiram um papel cada vez mais activo na direcção e controlo das sociedades. Actualmente, os investidores institucionais, ou muitos deles, opõem-se às propostas dos gestores, pressionam a gestão para que esta empreenda acções específicas, e por vezes intervêm para conseguir mudanças a nível dos quadros dirigentes. No entanto, o simples facto de os investidores institucionais gerirem elevadas somas de dinheiro não garante que estes tenham aptidão, incentivo ou condições para assumir um papel activo no governo das sociedades ou que estes venham a agir no melhor interesse dos detentores dos fundos que administram.

Antes de analisarmos problemas que daí resultam da participação dos investidores institucionais no governo das sociedades, importa delimitar o conceito de investidor institucional no contexto português. Em Portugal, o Código dos Valores Mobiliários (n.º 1 do art. 30º) procurou enumerar as entidades que podem ser consideradas como investidores institucionais. São elas: as instituições de crédito, as empresas de investimento, as empresas de seguros, as instituições de investimento colectivo e respectivas sociedades gestoras, os fundos de pensões e respectivas sociedades gestoras e outras instituições financeiras autorizadas.

Procurando generalizar, podem englobar-se no conceito de investidor institucional as instituições de natureza financeira, que captem, directa ou indirectamente, recursos junto das famílias e que façam a gestão de carteiras suficientemente grandes para que, caso seja o seu desejo, possam ter um papel activo na gestão da sociedade participada, sem constrangimentos originados por eventuais problemas de liquidez (Alves, 2000). Neste conceito incluem-se diversas instituições: fundos de pensões, fundos de



investimento, bancos, companhias de seguros e outras sociedades gestoras de patrimónios privados.

Seguidamente são apresentados alguns dos problemas que se colocam ao nível da intervenção dos investidores institucionais no governo das sociedades. Por outras palavras, são enumerados alguns dos obstáculos que moderam o optimismo de quantos possam ver nos investidores institucionais a solução para os problemas do governo das sociedades:

- dificuldade de conciliar o papel de accionistas comprometidos com o futuro da sociedade e de investidores com obrigação de maximizar a rendibilidade dos seus investimentos em favor dos beneficiários dos fundos que administram. Em geral, a conciliação de interesses será mais evidente quando os investidores institucionais tiverem uma perspectiva de longo prazo na gestão das suas carteiras. O dever de lealdade dos gestores obriga-os à maximização do retorno no interesse dos beneficiários finais, o que conduz à necessidade de liberdade para investir ou desinvestir em qualquer momento;
- a tomada de posições públicas individuais não só comprometem publicamente quem as emite como chamam à atenção para os problemas da sociedade participada podendo precipitar a queda das cotações e a respectiva desvalorização, sofrendo prejuízos comparativamente à hipótese de desinvestimento silencioso;
- o envolvimento dos investidores institucionais no governo das sociedades exige que estes mantenham uma relação duradoura com a sociedade. Isto pode gerar custos elevados, já que implica o sacrifício de oportunidades de desinvestimento, custos de não diversificação, eventuais custos de liquidez, além de existirem custos de informação e custos de acompanhamento superiores aos suportados quando a participação é encarada como uma mera aplicação financeira. Estes aspectos assumem grande relevância para os investidores institucionais na hora de definir o tipo de atitude perante a sociedade, ou seja, a adopção de uma posição activa em matéria de gestão, fiscalização e controlo da empresa ou, pelo contrário, a opção pela saída através da venda da posição em mercado secundário;

- são também assinaláveis as fortes possibilidades de serem premiadas estratégias oportunistas, desmotivando a actuação individualizada dos investidores institucionais;
- as potenciais responsabilidades legais e fiduciárias perante outros accionistas que são inerentes ao papel de administradores (mesmo que não executivos), não estimulam a participação activa dos investidores na gestão;
- existem, em Portugal, limitações legais diversas à intervenção activa dos investidores institucionais no governo das sociedades. Por exemplo, as sociedades gestoras de fundos imobiliários não podem, relativamente ao conjunto de fundos de investimento que gerem, deter mais de 20 por cento dos direitos de voto de uma sociedade. Igualmente, os investidores devem respeitar níveis mínimos de diversificação de carteiras; em particular, há um instrumento de governo das sociedades que é totalmente vedado aos investidores institucionais: as ofertas públicas gerais de aquisição. Tais limitações estão relacionadas, em geral, com preocupações de restrição dos riscos de assumidos em nome dos beneficiários.

Em jeito de conclusão, deste ponto, importa referir que a resolução destas questões obriga que os investidores institucionais se consciencializem de que são accionistas. É neste sentido que surgem as recomendações da CMVM, que reforçam a convicção de que “os investidores institucionais devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontre confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto”.

### **2.8.2 O Código dos Valores Mobiliários**

Do Código dos Valores Mobiliários constam várias normas dedicadas às sociedades abertas<sup>27</sup>, designadamente quanto:

- aquisição e perda de qualidade das sociedades abertas (CVM, artigos 13º e artigos 27.º a 29.º);

- protecção aos investidores (CVM, artigo 15.º, artigo 187.º e seguintes, e artigo 194.º e seguintes), sobretudo com a ampliação da igualdade de tratamento dos titulares de valores mobiliários, ao determinar o dever de lançamento da oferta pública de aquisição em situações de transposição de um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social ou, ainda, na determinação de um enquadramento legal mais defensável no caso de aquisições tendentes ao domínio total;
- especiais exigências informativas para as sociedades e seus titulares de participações qualificadas (CVM, artigos 16.º a 19.º e 23.º), a saber: quanto ao dever de comunicação de participações qualificadas, quanto à divulgação de acordos parassociais e quanto à solicitação de procurações para representação em assembleia geral;
- reconhecimento da admissibilidade do voto por correspondência (CVM, art. 22.º).

O desenvolvimento dos mercados financeiros em Portugal trouxe para a discussão pública a importância do aperfeiçoamento dos mecanismos de controlo dos investidores. Desta forma, assente na convicção de que o sistema jurídico nacional se encontrava suficientemente apetrechado com soluções que já davam resposta ao tema do governo das sociedades<sup>28</sup>, é através da apresentação de um conjunto de recomendações que a CMVM procura transpor para o contexto nacional a reflexão relativa ao governo das sociedades.

Em 1999 a CMVM emitiu um total de 17 Recomendações dirigidas às sociedades com acções negociadas em bolsa e aos investidores institucionais, embora também possam ser aproveitadas por outras sociedades cujas acções não estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado (CMVM, 2003b).

As referidas Recomendações tinham carácter inteiramente voluntário, utilizando o modelo “*comply or explain*”, que assenta em mecanismos de mercado para penalização das sociedades com opções discutíveis na perspectiva dos mecanismos de governo. No entanto, uma adequada reacção do mercado apenas é possível se o modelo de governo de cada sociedade cotada for conhecido com detalhe. Para o efeito, as sociedades

---

<sup>27</sup> Ou seja, sociedades com capital aberto ao investimento do público.

<sup>28</sup> CMVM (2001c), Introdução.

cotadas devem elaborar o relatório sobre governo das sociedades em anexo ao relatório anual de gestão ou em capítulo separado deste.

Assim, a versão original recomendava a divulgação do grau de adopção do seu conteúdo e respectiva fundamentação. Desta forma, pretendia o documento que o próprio mercado avaliasse o seu acolhimento.

Estas Recomendações visavam induzir as sociedades a aumentar a transparência sobre a sua estrutura organizativa interna, facilitar o exercício do controlo accionista por parte dos investidores, evitar a adopção de mecanismos que dificultassem o controlo do governo das sociedades pelo mercado. Por fim, aconselhavam formas de organização e de funcionamento do órgão de administração, de forma a assegurar a plena representatividade da pluralidade de interesses dos accionistas no processo de tomada de decisões (Alves e Mendes, 2001a).

As Recomendações foram agrupadas pela CMVM (1999b) em cinco capítulos distintos (*vide* anexo 2.1): (i) recomendações relativas à divulgação da informação, (ii) recomendações respeitantes ao exercício de voto e representação accionista, (iii) recomendações sobre a adopção de certas regras societárias, (iv) recomendações sobre a estrutura e funcionamento do órgão de administração e, por fim, (v) recomendações dirigidas aos investidores institucionais.

Estas recomendações sofreram uma evolução bastante significativa, quer quanto ao seu conteúdo, quer quanto à envolvente regulamentar. Assim, dois anos mais tarde, foi aprovado o Regulamento n.º 7/2001<sup>29</sup>, que instituiu uma obrigação de divulgação anual de informação relativa a várias práticas relacionadas com o governo das sociedades, a divulgar em relatório, cuja estrutura padronizada consta do mesmo Regulamento.

No mesmo diploma, são também impostos determinados deveres de informação, a comunicar à CMVM, relativos à aprovação de planos de atribuição de acções e/ou de opções de aquisição de acções dirigidos a trabalhadores ou a membros do órgão de administração. De referir, ainda, que algumas das recomendações foram modificadas,

---

<sup>29</sup> CMVM (2001c).

tendo-se verificado a elevação de algumas normas de recomendatórias a verdadeiros deveres de informação.

Em 2003, mantendo embora as linhas fundamentais do Regulamento 7/2001, este voltou a ser actualizado, de forma a aperfeiçoar as estruturas de governo das sociedades cotadas portuguesas, alinhando-as com as boas práticas internacionais. Esta actualização foi precedida de discussão pública, fomentando, assim, a cultura de participação na revisão das Recomendações, considerando que o desenvolvimento de boas práticas de governo das sociedades a nível nacional assenta no empenho e envolvimento de todos os participantes do mercado (Moreira, Gonçalves e Oliveira, 2004).

Este documento, publicado em Novembro de 2003, apresenta-se mais reduzido, tendo o número de recomendações sido diminuído das anteriores 15 (que passaram a existir depois da reformulação, em 2001, das recomendações aprovadas em 1999) para as actuais 11. Estas alterações devem-se, por um lado, a maior detalhe do Regulamento que lhe está associado e, por outro lado, a menor importância de algumas recomendações.

No âmbito da temática do governo das sociedades, dada a sua importância, são ainda de destacar um conjunto de regulamentos emitidos pela CMVM, nomeadamente os Regulamentos 6/2000 e n.º 11/2000, relativos aos auditores e aos deveres de informação, respectivamente.

A política seguida pela CMVM foi no sentido de criar a legislação estritamente necessária, evitando qualquer excesso de regulamentação que perturbe o mecanismo de mercado. Esta considera que uma adequada política de governo das sociedades deve contribuir para a melhoria do desempenho das sociedades, favorecer todas as partes envolvidas na actividade da sociedade (investidores, credores, trabalhadores), além de responsabilizar os gestores pelo incumprimento de objectivos e pela violação da lei.

Para terminar este ponto, importa referir que nenhum mercado deve considerar-se imune aos problemas de governo das sociedades e não pode ignorar que estes estão associados a factores de concorrência das empresas. A manutenção de uma posição inconformista e de permanentemente crítica com vista a melhoria dos sistemas organizacionais e de regulação é uma herança importante do governo das sociedades. Por esse motivo, é

necessário continuar reformas em Portugal neste domínio. Frise-se, por fim, em reforço do que já foi dito, que as boas práticas de governo das sociedades, ainda que dirigidas às empresas cotadas, devem ser vistas como de interesse para todas as sociedades.

Na próxima secção iremos enunciar e desenvolver alguns dos estudos que abordam a problemática do governo das sociedades em Portugal.

### **2.8.3 Estudos empíricos realizados em Portugal**

Em Portugal, os estudos teóricos e empíricos sobre o governo das sociedades são escassos. Actualmente, encontra-se alguma literatura sobre esta temática<sup>30</sup>, mas são escassos os estudos e as pesquisas que analisam o efeito que as características do conselho de administração (como a composição, o tamanho, a existência de um CEO simultaneamente presidente do conselho, e a forma de remuneração dos membros do conselho) têm sobre o desempenho das sociedades anónimas portuguesas. Além disso “a prática de governo das sociedades em Portugal permanece muito aquém dos padrões aceites a nível europeu e as empresas portuguesas tem ainda um longo caminho a percorrer até os mercados internacionais sentirem confiança para investir em Portugal (Heidrick & Struggles, 2003, 28)”.

O estudo pioneiro realizado por Alves e Mendes (2001a), analisa a relação existente entre o grau de cumprimento das recomendações emitidas pela CMVM e os retornos das sociedades analisadas<sup>31</sup>. Em particular, os autores procuraram averiguar sobre a eventual diferença de desempenho entre as sociedades que cumprem e as sociedades que não cumprem as diferentes recomendações da CMVM, ao nível dos retornos gerados (sendo que numa primeira fase da análise consideraram o retorno de cada activo não ajustado ao risco, enquanto que numa segunda fase de análise consideraram o retorno de cada activo em face do seu risco sistemático). Os autores, na sua análise, utilizam, por um lado, as respostas dadas aos inquéritos efectuados pela CMVM junto

---

<sup>30</sup> É o caso de estudos efectuados pela CMVM relativos às práticas das empresas cotadas, os artigos de Alves e Mendes (2001a), Moreira, Gonçalves e Oliveira (2004) ou mesmo a dissertação de mestrado realizada por Mota (2003), que analisa o impacto da estrutura de propriedade no desempenho das empresas portuguesas.

das sociedades cotadas na BVLP<sup>32</sup>, como os critérios de apreciação da própria autoridade de supervisão. Em termos metodológicos procederam, por um lado, a uma análise econométrica e, por outro lado, calcularam os retornos das carteiras de empresas cumpridoras e de empresas não cumpridoras, e ainda de carteiras de investimento nulo, longas num tipo de activos e curtos no outro tipo de acções, bem como de carteiras de controlo constituídas pelas empresas não respondentes.

Desde logo, os resultados obtidos evidenciam que existe uma relação positiva entre o desempenho das sociedades e o seu grau de cumprimento das recomendações da CMVM relativas à estrutura e funcionamento do órgão executivo da sociedade<sup>33</sup>. Relativamente a este grupo de recomendações, os autores evidenciaram a existência de:

- uma associação positiva entre o desempenho e a recomendação 14<sup>34</sup>; refira-se que esta recomendação é aquela que exhibe maior significância estatística entre as várias recomendações que constituem o grupo quatro, ou seja, o efeito positivo revelado pelo quarto grupo de recomendações concentra-se nesta recomendação;
- uma associação positiva, embora nem sempre significativa, entre o desempenho e a recomendação 12, que aconselha que o órgão de administração deve ser composto por uma pluralidade de membros que exerçam uma orientação efectiva em relação à gestão da sociedade, aos seus directores e gestores;
- também de salientar, foi o resultado encontrado relativo à recomendação de inclusão de administradores independentes no órgão de administração (recomendação 13), o qual é estatisticamente nulo.

Por fim, importa notar a relevância da variável PSI20, que pretendeu captar um eventual efeito de liquidez ou de enviesamento da procura decorrente da presença do activo no principal índice amostral. Note-se que todas as estimativas para esta variável são negativas, o que significa um prémio “negativo”, em termos de retorno para as sociedades que pertencem ao índice de cotações PSI20. Ou seja, ser parte integrante do índice de cotações PSI20 origina perda de desempenho. Ou, o que talvez seja mais

---

<sup>31</sup> Os questionários foram dirigidos a um total de 82 sociedades com acções cotadas no MCO.

<sup>32</sup> Os questionários foram os realizados em 1999, 2000 e 2001 e cujas conclusões serão abordadas adiante.

<sup>33</sup> Que, como já foi referido, constituem o quarto grupo de recomendações da CMVM.

<sup>34</sup> Esta recomendação aconselha, no caso da criação de uma Comissão Executiva, que a sua composição reflecta, na medida do possível, o equilíbrio existente no órgão de administração entre os accionistas dominantes e os administradores

exacto, não integrar o índice de cotações PSI20 significa retornos de equilíbrio mais elevados, em ordem a compensar a menor liquidez que caracteriza estes títulos. Dado que existe uma correlação significativa entre a observância das recomendações relativas à estrutura e funcionamento do órgão de administração da sociedade e a presença no índice PSI20, significa isso que o efeito liquidez contribui para a anulação dos ganhos anormais emergentes da estrutura organizativa adoptada. Assim, o investimento em acções “melhor governadas” não garante a obtenção de retornos supra normais positivos.

Por outro lado, constataram uma relação negativa entre o grau de cumprimento da recomendação 10 (pertencente ao terceiro grupo de recomendações) e o desempenho das sociedades, o permite concluir que as empresas com maior nível de prevenção e clarificação das situações de conflito de interesse entre os administradores e a sociedade são as que exibem menor desempenho e vice-versa. De igual modo, se pode evidenciar uma relação estatística significativa e negativa entre a recomendação 4<sup>35</sup> e o desempenho, o que permite concluir que os investidores parecem não premiar as empresas que divulgam a informação, do mesmo modo que apenas penalizam aquelas que divulgam a sua política de dividendos. Pelo contrário, a recomendação 7<sup>36</sup> não confirma significância estatística. No que concerne as recomendações do segundo grupo, nenhuma das duas recomendações deste grupo denota efeito relevante sobre o desempenho. Este resultado é justificado pelo facto de existir um número reduzido de empresas que revelaram cumprir as recomendações deste grupo.

Daqui se pode concluir que, em termos globais, as recomendações da CMVM não estão associadas a qualquer efeito, positivo ou negativo, sobre o desempenho das diferentes empresas. Apesar da importância das recomendações relativas à organização e funcionamento do órgão executivo da sociedade, os vários grupos de recomendações

---

independentes.

<sup>35</sup> No grupo um das recomendações dirigidas à *divulgação de informação*, inclui-se esta recomendação relativa à divulgação ao público sobre a política de distribuição de dividendos da sociedade.

<sup>36</sup> No grupo um das recomendações dirigidas à *divulgação de informação*, inclui-se esta recomendação relativa à necessidade da sociedade assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal aconselha a criação de um gabinete de apoio ao investidor.



evidenciam sinais opostos, pelo que, de uma forma geral, o efeito global das recomendações é nulo.

Os resultados encontrados vão de encontro aos estudos de Baysinger, Kosnik e Turk (1991), Baghat e Black (2000), entre outros, que revelam uma relação negativa entre o desempenho das empresas e a presença de membros independentes nos órgãos de administração. Com efeito, os resultados de Alves e Mendes (2001a) revelam que, não só não pode ser atribuído um efeito negativo significativo à recomendação que encoraja a inclusão de administradores independentes no órgão de administração (recomendação 13), como é notório que quando a comissão executiva funciona nos termos recomendados pela CMVM (recomendação 14), as empresas evidenciam um desempenho superior.

Mota (2003) analisa os determinantes e o impacto da estrutura de propriedade no desempenho de várias empresas portuguesas não cotadas e cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa (*Euronext Lisbon*)<sup>37</sup>. A amostra final é constituída por 20 empresas de capital aberto de diferentes sectores de actividade e por apenas 2 empresas privadas (entre 121 empresas privadas seleccionadas, apenas 2 responderam ao inquérito enviado pelo autor).

No que respeita ao impacto da estrutura de propriedade no desempenho das empresas, o autor observou a existência de uma relação estatisticamente significativa apenas no caso das empresas cotadas. Observou uma relação estatisticamente negativa entre a propriedade externa (estrangeira) e o desempenho. Observou também uma relação estatisticamente significativa entre o desempenho e a propriedade individual. Ao utilizar medidas de desempenho como o ROA (*Return on Assets*) e o EVA (*Economic Value Added*), o autor constatou que as empresas detidas por indivíduos particulares evidenciam um desempenho superior comparativamente a outras empresas. Importa ainda referir as conclusões obtidas pelo autor relativamente ao tipo de propriedade existente em Portugal. Este concluiu que os accionistas maioritários possuem, em média, cerca de 85% das acções. No caso das empresas públicas, o maior accionista

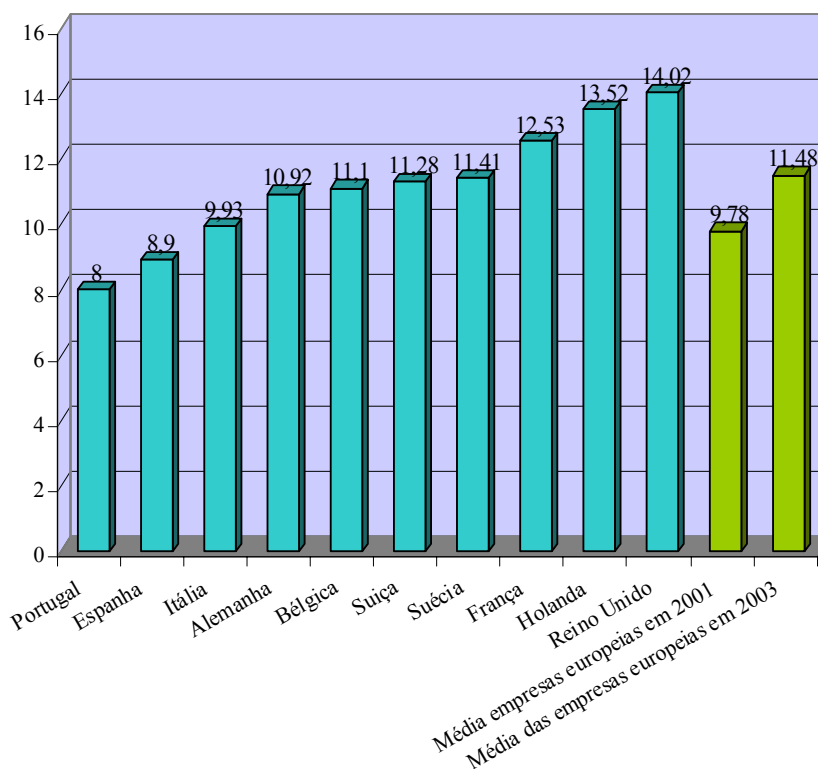
---

<sup>37</sup> O número de empresas cotadas na BVLP, à data da realização daquele estudo (Junho de 2003), era de 79. Actualmente (Março de 2005), o número de empresas cotadas na BVLP subiu para 85, das quais 52 estão cotadas no mercado contínuo e

possui, em média, 53% das acções, não considerando o “*ultimate owner*”<sup>38</sup> e 37% se se considerar o “*ultimate owner*” das *holdings*.

O estudo realizado pela empresa Heidrick & Struggles<sup>39</sup>, acerca do Governo das Sociedades na Europa, destaca um atraso significativo de Portugal relativamente à Europa. Mesmo as melhores empresas com um *rating* de 10,5, estão abaixo da média europeia de 11,48, quando o máximo *rating* era 16 (cf. gráfico 2.1). Ao analisarem três dimensões principais do governo das sociedades - forma de trabalho do conselho, composição do conselho e níveis de divulgação praticados, constataram que o *rating* português era o mais baixo. Ressalte-se contudo que foi o país que, segundo aquele estudo, evidenciou maior progresso.

**Gráfico 2.1 – Corporate Governance ratings por país.**



Fonte: Heidrick & Struggles (2003).

---

<sup>3</sup> no segundo mercado.

<sup>38</sup> As empresas possuem *ultimate owners* quando as mesmas são propriedade de uma *holding*.

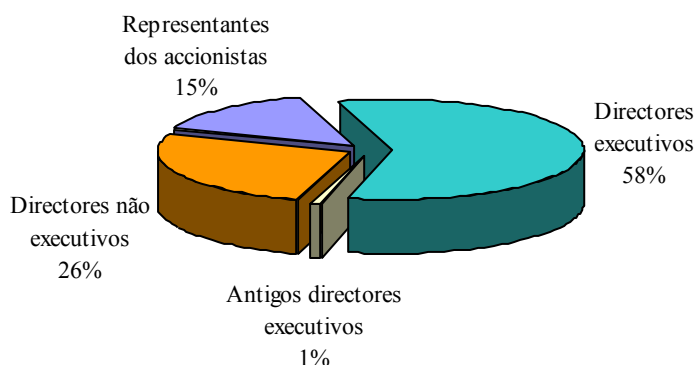
<sup>39</sup> Citado por Moreira, Gonçalves e Oliveira (2004).

O estudo sobre o governo das sociedades em Portugal, realizado pela Heidrick e Struggles, foi feito com base numa amostra de 10 empresas<sup>40</sup>, seleccionadas entre as empresas com maior capitalização de mercado.

Os resultados do estudo para Portugal foram os seguintes:

- o número médio de comités ascende a 1.4 em média, abaixo da média europeia de 2.6. O estudo revela que 60% das empresas possuem comités de auditoria e que 40% possuem comités de remuneração;
- Portugal evidencia a realização do maior número de assembleias gerais por ano: 14.8 comparativamente à média europeia de 8.1. O que significa que em alguns casos se verifica mais de que uma assembleia geral por mês;
- quanto à composição do conselho de administração, constataram que 58% dos directores são executivos (ver gráfico 2.2), comparativamente à média europeia de 12%.

**Gráfico 2.2 – Composição do Conselho de Administração**



Fonte: Heidrick & Struggles (2003).

- o rácio de directores internacionais é de 8%, comparativamente à média europeia que é de 17%, e será um sinal negativo para os mercados financeiros internacionais. Segundo a Heidrick & Struggles, as empresas portuguesas só conseguirão atrair os investidores internacionais quando conseguirem melhorar a transparência das suas

---

<sup>40</sup> As empresas portuguesas analisadas foram as seguintes: Banco Comercial Português, Banco Espírito Santo, BRISA, BPI – SGPS, CIMPOR, Cimentos de Portugal - SGPS, EDP – Electricidade de Portugal, IMPRESA - SGPS, Jerónimo Martins -

acções e assegurar que os directores não executivos internacionais são recrutados para o conselho.

Segundo a Heidrick & Struggles, Portugal ainda tem um longo caminho a percorrer até conseguir alcançar padrões europeus aceitáveis, até porque a pressão dos mercados internacionais está a obrigar as empresas ao estabelecimento de melhores práticas.

Com base nas recomendações emitidas em 1999, a CMVM elaborou em 1999, 2000 e 2001, três estudos relativos às práticas das empresas cotadas<sup>41</sup>, efectuados. No seguimento destes trabalhos surge o estudo de 2002, que teve por base um inquérito realizado às empresas cotadas no Mercado de Cotações Oficiais (MCO). O inquérito enviado em 2002 difere dos enviados em anos anteriores, até porque se fundamenta nas recomendações emitidas em 2001. Cerca de 87% das empresas responderam a este inquérito, uma percentagem ligeiramente acima da registada em 1999 e 2000, mas ligeiramente abaixo da observada em 2001.

No que se refere ao grau de cumprimento médio das recomendações da CMVM, nota-se uma evolução favorável entre 1999 e 2002. Assim, em 1999, 41,1% das empresas cumpriram as recomendações. Este valor subiu para 47,2% em 2000, para 52,2% em 2001 e, finalmente, em 2002 atingiu os 56,8%. Muito embora, se considerarmos unicamente as recomendações comuns aos quatro estudos, não se constata qualquer alteração entre 2001 e 2002.

Por sector de actividade, verifica-se que os intermediários financeiros são os mais cumpridores, tendo-se constatado os níveis mais elevados de cumprimento em 10 das 13 recomendações, enquanto que no caso das SGPS não financeiras isso ocorre em 2 das 13 recomendações. Além disso, as empresas não pertencentes ao PSI 30 são as menos cumpridoras, apresentando o nível mais alto de cumprimento em apenas 5 das 13 recomendações. A nível individual, constataram que nenhuma das empresas cumpre todas as recomendações, e apenas 2 das empresas cumprem mais de 90% das recomendações emitidas pela CMVM.

---

SGPS, Portugal Telecom - SGPS, Vodafone Telecel.

<sup>41</sup> Ver bibliografia: CMVM (2000a), CMVM (2001a, b e d), CMVM (2002).

Ao analisarmos o quarto inquérito efectuado às empresas cotadas pode verificar-se que a tendência actual é de aumento do grau de cumprimento das recomendações, embora muito exista ainda por fazer, uma vez que o grau de cumprimento ainda é relativamente baixo (56,8%).

A análise de alguns estudos efectuados em Portugal<sup>42</sup> permite-nos definir um modelo geral de governo das empresas portuguesas:

- Estrutura de propriedade com forte concentração das acções;
- Uma grande maioria de empresas portuguesas são detidas por um número relativamente reduzido de proprietários, ao contrário do que acontece nos países Anglo-Saxónicos;
- As *holdings* e as famílias são as principais categorias de investidores, sendo que as *holdings* são normalmente controladas pelas famílias;
- O controlo é efectuado por estruturas de propriedade complexas e piramidais;
- Possui um sistema interno de propriedade empresarial (“insider system”).

A forte concentração das acções é uma característica importante do modelo de governo das sociedades em Portugal, o que reflecte a natureza pouco diversificada da estrutura de propriedade portuguesa. A alta concentração da propriedade, segundo Shleifer e Vishny (1986), supera os problemas de “free-rider” de controlo empresarial que afectam os mercados de valores, tal como acontece no Reino Unido e nos EUA, com a propriedade dispersa.

## 2.9 Conclusões sobre o Governo das Sociedades

Na teoria económica tradicional, o governo das sociedades surgiu para superar o chamado conflito de agência, originado a partir do fenómeno da separação entre a propriedade e a gestão das empresas. Sob a perspectiva da teoria da agência, a maior preocupação é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitorização e incentivos),

---

<sup>42</sup> Como por exemplo: Mota (2003) e Alves e Mendes (2001a e 2001b)

internos ou externos, que garantam o alinhamento de interesses entre gestores e accionistas.

Segundo Jensen (1993) o Conselho de Administração constitui um dos principais mecanismos de alinhamento entre accionistas e gestores no sistema de governo das sociedades. Além do Conselho de Administração, existem outros mecanismos importantes para a redução dos custos de agência, como o sistema de remuneração dos gestores, a posse de acções por parte dos executivos, a estrutura de propriedade e controlo, a presença de um mercado de aquisições hostis, o mercado competitivo do sector de actuação e o ambiente legal.

O interesse nos conselhos de administração não é alheio à mesma atenção que suscita no mundo empresarial. A elaboração de “Códigos das Melhores Práticas de Governo das Sociedades” nos principais países desenvolvidos reflecte esta necessidade de existirem órgãos de supervisão eficazes que contribuam para um melhor desempenho financeiro das empresas. Praticamente todos os códigos de governo das sociedades ressaltam a importância de um Conselho de Administração em que: (1) exista uma maioria de membros independentes, (2) o CEO e o presidente do conselho sejam pessoas diferentes, (3) exista um número adequado de membros e, (4) a remuneração dos membros do conselho esteja vinculada ao resultado da empresa e seja devidamente publicada.

Além das regras constantes de textos legais que contemplam já soluções que acolhem princípios de governo das sociedades, a transposição para o mercado português da reflexão relativa a esta temática aconteceu com a aprovação, pela CMVM, de um conjunto de Recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar pelas sociedades admitidas à negociação. A CMVM considera que uma adequada política de Governo das Sociedades deve: garantir a transparência, assegurar a defesa dos accionistas e dos credores, responsabilizar os gestores pelos incumprimentos de objectivos e pelos incumprimentos da lei, contribuir para a maximização do desempenho, ser conforme aos padrões internacionais e ser ajustada à realidade portuguesa.

As boas práticas de governo das sociedades, ainda que dirigidas às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado e aos investidores institucionais, podem ser seguidas por todas as sociedades, tanto mais que vão no bom sentido do governo entendido como o conjunto de regras e condutas relativa ao exercício da direcção e controlo das sociedades de modo a contribuir para a melhoria do desempenho empresarial e favorecer todas as pessoas com interesses na actividade societária – investidores, credores e trabalhadores. Dessa forma, parece estar implícita a hipótese de que as empresas com estruturas de governo das sociedades mais adequadas ao cumprimento das referidas recomendações, devem ter uma melhor gestão e, conseqüentemente, um melhor desempenho financeiro do que as empresas com uma estrutura de governo menos adequado. Neste âmbito, este estudo procura contribuir para a discussão do tema, analisando o efeito que algumas características dos conselhos de administração têm sobre o desempenho financeiro das empresas.

Assim, o próximo capítulo procura apresentar os recentes desenvolvimentos teóricos e empíricos sobre como (e se) é que algumas das variáveis de governo das sociedades relacionadas com os Conselhos de Administração (composição, tamanho e modo de funcionamento) têm efeitos sobre o desempenho empresarial.

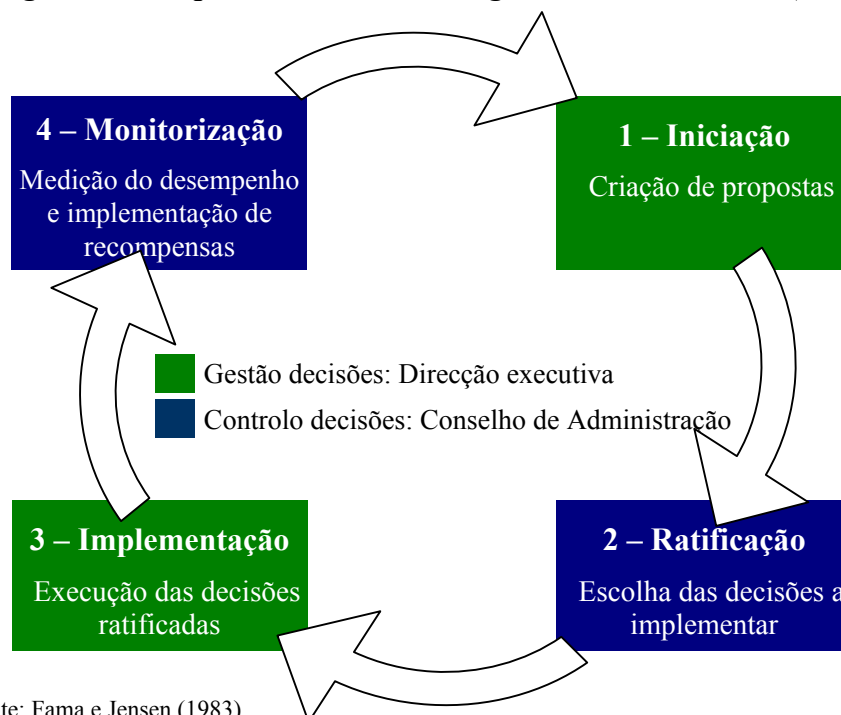
## CAPÍTULO 3 O PAPEL DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO NO GOVERNO DAS SOCIEDADES: OS RESULTADOS DE TRABALHOS EMPÍRICOS

### 3.1 Introdução

Fama e Jensen (1983a) defendem que os problemas de agência podem ser reduzidos através de um processo de decisão que separe a gestão e o controlo das decisões empresariais. O processo de decisão proposto por aqueles autores envolve quatro etapas, como se pode observar através da figura 3.1. Dessas etapas, duas devem ser da responsabilidade do conselho de administração: a ratificação das decisões e a monitorização da administração.

Segundo os autores, o conselho de administração constitui o vértice comum do sistema de controlo das decisões. Este conselho detém o poder para contratar, despedir e compensar os administradores de topo e de ratificar e monitorar as decisões importantes.

*Figura 3.1 – O processo de decisão segundo Fama e Jensen (1983)*



Fonte: Fama e Jensen (1983).



Na realidade, uma grande parte do debate acerca da eficiência dos mecanismos de governo das sociedades centra-se na actividade do conselho de administração, mecanismo de governo de primeira ordem já que está situado no vértice dos sistemas de internos de controlo (Jensen, 1993).

De acordo com Hermalin e Weisbach (2000) os desenvolvimentos teóricos sobre o papel dos conselhos de administração são limitados, sendo que a maioria dos trabalhos empíricos existentes tem procurado dar resposta a uma das três questões seguintes:

- Como é que as características do conselho, tais como composição ou tamanho, se relacionam com a rentabilidade das empresas?
- Como é que as características do conselho afectam as acções observáveis do Conselho de Administração?
- Que factores afectam a composição dos conselhos e a sua evolução ao longo do tempo?

Na sua grande maioria, estes trabalhos procuram pois estudar o efeito que a composição, o tamanho e o modo de funcionamento dos conselhos de administração têm sobre o desempenho das empresas. Este trabalho pretende contribuir para a discussão do tema das sociedades em Portugal, procurando analisar se qual a relação existente entre as características e modo de funcionamento dos Conselhos de Administração e o desempenho financeiro das sociedades anónimas portuguesas. Neste sentido, no presente capítulo são apresentados alguns trabalhos empíricos que discutem o tema desta investigação, ou seja, procuram analisar a forma como algumas características do conselho de administração afectam o desempenho empresarial.

## **3.2 Os resultados dos trabalhos empíricos sobre a influência dos Conselhos de Administração no Desempenho**

### **3.2.1 A influência do Conselho sobre o Desempenho das Empresas**

Na investigação empírica sobre a influência do conselho de administração no desempenho financeiro das empresas têm sido utilizadas duas características do

conselho de administração como variáveis independentes: a composição do conselho (medida, normalmente, pelo número de directores externos no conselho), e o tamanho do conselho.

### **3.2.1.1 A Composição do Conselho e o Desempenho Empresarial**

As directrizes sobre o governo das sociedades, em vários países do mundo, contêm recomendações respeitantes à composição dos conselhos. Praticamente todos os códigos de governo das sociedades recomendam a existência de um Conselho de Administração composto por uma maioria de directores externos independentes, como forma de melhorar a tomada de decisão. Este padrão reflecte a visão comum de que a tarefa principal do conselho é supervisionar a administração, e só directores independentes podem ser supervisores vigorosos. A ideia de um conselho de administração composto por directores executivos é, para muitos autores como Fama e Jensen (1983), sinónimo de pouca eficácia. Jensen reforça a ideia de que os directores executivos têm menor probabilidade de supervisionar o desempenho do CEO, dado que a evolução das suas carreiras depende em boa parte do próprio CEO. Portanto, o único membro executivo do Conselho de Administração deveria ser o CEO.

Vários trabalhos têm procurado analisar a relação entre a composição do conselho e o desempenho das empresas. Neste âmbito a questão mais discutida tem sido: será que a existência de um maior número de directores externos melhora o desempenho empresarial? (Hermalin e Weisbach, 2000).

Baysinger e Butler (1985), Hermalin e Weisbach (1991), Lawrence e Stapledon (1999) todos relatam relações estatisticamente não significantes entre a composição do conselho e as medidas contabilísticas de desempenho.

Baysinger e Butler (1985) que analisam os efeitos ocorridos no desempenho financeiro de várias empresas americanas<sup>43</sup>, entre 1970 e 1980 (inclusive), em função da percentagem de directores independentes existentes no conselho de administração,

constatam que não existe uma relação estatisticamente significativa entre a composição do conselho de administração e o desempenho mas, por outro lado, existe um diferencial (*lagged effect*) entre o grau de independência no início do período em análise e o posterior desempenho das empresas. Ou seja, as empresas com maior proporção de directores independentes no início dos anos 1970 evidenciam, em média, um melhor desempenho financeiro ao longo do tempo. Os seus resultados sugerem que as empresas com maior desempenho muito raramente apresentaram conselhos de administração com mais de cinquenta por cento de directores independentes. Assim sendo, os autores referem que a estrutura mais apropriada de conselhos de administração, para a grande parte das empresas analisadas, parece ser aquela onde existem directores internos, externos e independentes. Este estudo apresenta como limitação o facto de utilizar uma única medida de desempenho o retorno sobre os capitais próprios (ROE), assim como um longo período de desfasamento.

Morck, Shleifer e Vishny (1988) sugerem a utilização do  $Q$  de *Tobin*<sup>44</sup> como medida de desempenho. Hermalin e Weisbach (1991) e Bhagat e Black (2000) também utilizaram o  $Q$  de *Tobin* como medida de desempenho e concluíram que, tal como com as medidas contabilísticas, não existe nenhuma relação estatisticamente significativa entre a proporção de directores externos e o  $Q$  de *Tobin*. Finalmente, Bhagat e Black (2000) examinaram o efeito da composição do conselho no mercado de acções a longo prazo e o desempenho contabilístico. Mais uma vez, não evidenciaram qualquer relação entre desempenho empresarial e composição do conselho.

Lawrence e Stapledon (1999), ao reproduzirem para os conselhos de administração australianos o estudo realizado em 1998, por Bhagat e Black, sobre conselhos de administração americanos, obtiveram resultados que não validam a hipótese de que a presença de directores independentes no conselho de administração melhora o desempenho. Os autores utilizaram uma amostra de 72 grandes empresas australianas, escolhidas entre as 100 maiores, de acordo com a capitalização de mercado. No entanto, seja por critérios de valor de mercado ou contabilístico, não constataram qualquer relação entre a proporção de directores independentes e o desempenho das empresas.

---

<sup>43</sup> Analisaram uma amostra de 266 grandes empresas americanas, de vários sectores de actividade.

Uma outra abordagem consiste em medir o impacto no valor da empresa gerado pelas alterações na composição do conselho. Rosenstein e Wyatt (1990), citados por Bhagat e Black (1999 e 2000), ao examinarem a reacção do preço das acções no dia do anúncio da entrada de directores externos no conselho, verificaram que, em média, existe um aumento estatisticamente significativo, embora moderado, de 0,2% no preço das acções quando a empresa aumenta o número de directores externos. Brickley, Coles e Terry (1994), ao analisarem uma amostra de 247 empresas que adoptaram estratégias do tipo *poison pill*, no período entre 1984 e 1986, constataram que a reacção média do mercado de acções ao anúncio da adopção destas medidas é positiva quando o conselho é composto maioritariamente por directores externos, e negativa quando a maioria é composta por internos.

A probabilidade de uma disputa pelo controlo, posteriormente à adopção da *poison pill*, também está relacionada, positivamente, com o número de directores externos na direcção. Estes resultados são consistentes com a teoria de que os directores externos representam os interesses dos accionistas. Rosenstein e Wyatt (1997), ao analisarem a reacção do mercado de acções à nomeação de directores internos aos conselhos de administração, evidenciaram que a reacção média do mercado de acções se aproxima de zero. Quer isto dizer que, em média, o preço das acções não aumenta, nem diminui, quando um director interno é adicionado ao conselho. Este resultado contrasta com as evidências existentes relativas ao anúncio de directores externos.

Estudos recentes sugerem que as empresas com mais directores independentes podem evidenciar um pior desempenho. Yermack (1996) reporta uma correlação negativa entre a proporção de directores independentes e a variável  $Q$  de *Tobin*. Utilizando o mesmo tipo de teste, Agrawal e Knoeber (1996) que estudaram o desempenho de 400 empresas americanas, entre 1983 e 1987, também relatam uma correlação negativa entre proporção de directores externos e o  $Q$  de *Tobin*.

O estudo de Bhagat e Black (1999) corrobora os resultados do estudo de Yermack (1996), relatando uma correlação negativa significativa entre a proporção de directores independentes e o  $Q$  de *Tobin*. Segundo Bhagat e Black (1999) os conselhos de

---

<sup>44</sup> Quociente entre o valor de mercado e custo de reposição dos activos

administração das empresas americanas que possuem uma maioria de directores independentes têm um comportamento diferente, a vários níveis, dos conselhos sem essa maioria<sup>45</sup>. Mas as diferenças parecem ser marginais, não sendo evidente se a maioria dos directores independentes tomam, em média, melhores ou piores decisões do que os restantes conselhos. Para Bhagat e Black (1999) não existem evidências convincentes de que quanto maior a independência do conselho maior será a rentabilidade das empresas, ou mais rápido será o seu crescimento. Os autores referem que não existe suporte empírico para as propostas actuais de que as empresas devem ter uma maioria de membros independentes no conselho e com apenas um ou dois directores internos. Pelo contrário, existem algumas evidências de que empresas com uma maioria de membros independentes no conselho são menos lucrativas do que outras empresas. Isto sugere que pode ser útil para as empresas possuírem um número moderado de directores internos (ou seja, 3 a 5 membros internos num conselho com uma média de 11 membros no total).

Vários estudos sugerem a existência de uma relação curvilínea entre o desempenho e a proporção de directores independentes, sugerindo que alguns conselhos possuem demasiados directores independentes. Barnhart e Rosenstein (1998) relatam uma relação curvilínea, com um coeficiente negativo significativo, entre o  $Q$  de *Tobin* e a proporção de membros independentes no conselho, afirmando que as empresas com conselhos fortemente independentes possuem um valor menor. Byrd e Hickman (1992), à medida que descobriram que as empresas com conselhos maioritariamente independentes obtêm maiores retornos do preço das acções do que outras empresas quando estas fazem ofertas de aquisição, também constataram que esta evidência se inverte no caso de empresas com mais de 60% de directores independentes: adquirentes com mais de 70%

---

<sup>45</sup> Os autores dividem os directores em: directores externos “cinzentos” (antigos executivos da empresa, familiares dos executivos da empresa, pessoas que tem relações de negócios com a empresa, incluindo bancários e advogados), directores externos independentes (directores externos sem quaisquer ligações à empresa) e directores internos (pessoas que são actualmente os executivos da empresa).

Estes classificam os conselhos, ainda, em conselhos com uma maioria independente (quando tem pelo menos 50% de directores independentes) e conselhos com uma super maioria independente (com apenas um ou dois directores internos).

A distinção entre directores internos, “cinzentos” e independentes é corroborada por outros autores analisados. A saber: Hermalin e Weisbach (1988), Weisbach (1988), Rosenstein e Wyatt (1990), Brickely, Coles e Terry (1994), Kaplan e Minton (1994), Cotter, Shivdasani e Zenner (1997), Maug (1997), Rosenstein e Wyatt (1997), Core, Holthausen e Larcker (1999), Denis e Sarin (1999), Hermalin e Weisbach (2000), Shivdasani e Yermack (1999), Vafeas (1999) e Bhagat e Black (2000).

Esta não é a única classificação possível, visto que alguns autores, fazem apenas a distinção entre directores internos e externos, como é o caso de Kini, Kracaw e Mian (1995) e de Geddes e Vinod (1998).

de directores independentes obtêm retornos sobre o preço das acções praticamente tão baixos como os adquirentes que possuem menos de 40% de directores independentes.

Os resultados da relação entre composição do conselho e desempenho empresarial são ambíguos, sendo que a maioria dos estudos evidência uma relação pouco significativa. No entanto, as evidências actuais sugerem uma possível relação negativa entre os conselhos com uma super maioria de directores independentes e o desempenho das empresas, mas dificilmente se comprova que conselhos maioritariamente independentes tenham um pior desempenho.

Várias explicações podem ser apontadas para estes resultados, aparentemente inesperados, entre a independência dos conselhos de administração e o desempenho financeiro das empresas:

- uma possibilidade pode radicar no facto de alguns directores que são classificados como independentes da gestão não o serem verdadeiramente, porque estão ligados à empresa ou ao seu actual CEO, afectando a sua independência;
- por se tratarem de directores independentes que, tratando-se de CEO's de outras empresas, estejam mais preocupados com os seus próprios negócios;
- outra possibilidade pode ser o facto de os directores independentes não estarem suficientemente motivados;
- os directores internos e muitas vezes directores afiliados (cinzentos) ajudam o CEO na maximização do valor por providenciarem quer conselhos quer conhecimentos sobre o dia-a-dia das operações da empresa;
- as empresas possuírem conselhos demasiado grandes e com uma dominação excessiva de directores externos que as torna menos eficientes (Agrawal e Knoeber, 1996).

### **3.2.1.2 O Tamanho do Conselho e o Desempenho Empresarial**

Jensen (1993) defende que os conselhos de administração com maior número de membros podem ser menos efectivos do que conselhos mais pequenos. Segundo este autor, enquanto que, por um lado, o acréscimo do número de directores no conselho

facilita o seu papel de supervisão e controlo – o que nos levaria a pensar no efeito positivo do aumento do tamanho – por outro lado, parece igualmente certo que este incremento pode ter efeitos negativos sobre o desempenho empresarial. Isto acontece porque quando os conselhos se tornam muito grandes aumentam os problemas de agência, e o conselho torna-se mais simbólico e menos uma parte do processo de administração. De acordo com Jensen (1993, 44) “manter conselhos pequenos pode ajudar a melhorar o seu próprio desempenho; quando os conselhos ultrapassam os sete ou oito membros têm menos probabilidade de funcionar efectivamente e são mais facilmente controláveis pelo CEO”.

As evidências empíricas existentes sobre a importância do tamanho dos conselhos são fracas e parecem inclinar-se para a segunda possibilidade; nomeadamente para a existência de uma relação oposta entre o valor da empresa e o tamanho do conselho. Yermack (1996), através da observação de 452 grandes empresas americanas, entre 1984 e 1991, descobriu uma relação inversa entre o valor de mercado da empresa, representado pelo Q de *Tobin*, e o tamanho dos conselhos de administração. No entanto, esta relação não é linear, pois tende a atenuar-se à medida que os conselhos vão ficando maiores. De facto, o autor constata que, independentemente do sector de actividade das empresas, da sua estrutura de propriedade ou da existência (ou não) de outros mecanismos de governo das sociedades, o valor de mercado cresce quando o conselho de administração tem entre 4 e 5 membros, cai abruptamente no caso de conselhos com 6 a 10 membros e cai de maneira mais lenta quando os conselhos têm entre 10 e 24, dando a impressão que o número não deve passar muito de 6 membros.

Yermack (1996) reconhece, no entanto, que a sua amostra, dominada por empresas com grandes conselhos é inapropriada para testar hipóteses acerca de conselhos mais pequenos.

Eisenberg, Sundgren e Wells (1998), seguem a linha de Yermack (1996) e, de forma similar, constataram uma correlação negativa significativa entre o tamanho do conselho e a rentabilidade, numa amostra de pequenas e médias empresas finlandesas. Esta descoberta traz implicações para o estudo do efeito do tamanho dos conselhos, pois sustenta a hipótese de que os problemas de comunicação e coordenação também se podem estender às empresas e conselhos de menores dimensões. Sugere, também, que

os problemas de agência enfrentados pelas grandes empresas não são um pré-requisito para a existência do efeito do tamanho dos conselhos. Isto significa que os efeitos do tamanho dos conselhos podem existir, mesmo quando existe uma separação menor entre a propriedade e controlo. E, se existe um tamanho ideal para os conselhos, o efeito do tamanho do conselho nas empresas finlandesas sugere que o tamanho ideal do conselho, varia com o tamanho da empresa.

Bhagat e Black (1999) descobriram uma evidência débil de uma correlação entre o tamanho da empresa e o desempenho financeiro.

Em síntese, os artigos analisados sugerem que os conselhos de administração com um número elevado de membros têm maior dificuldade no exercício do controlo das sociedades, além de serem considerados, por vezes, um obstáculo à mudança.

### **3.2.2 As Funções Particulares dos Conselhos de Administração**

Alguns estudos sobre conselhos de administração têm examinado como é que as características do conselho se relacionam com a eficiência do órgão na execução das suas tarefas específicas, que segundo Bhagat e Black (1999, 925) são:

- substituição do CEO;
- resposta a uma oferta de aquisição hostil;
- aquisição de outra empresa (decidir quanto à realização de novos investimentos);
- defesa contra tentativas de aquisição;
- remuneração/compensação dos executivos;
- investigação de possíveis fraudes financeiras e de informação para o público;
- analisar se existe ou não diversificação excessiva;
- definição das estratégias de pesquisa e desenvolvimento;
- constituição de comités do conselho.

Bhagat e Black (1999, 926) referem que “os estudos que focam apenas uma tarefa tem uma limitação inerente”, pois todos eles dizem pouco sobre a forma como a composição do conselho afecta o desempenho total das empresas.



### 3.2.2.1 Substituição do CEO

Uma das tarefas primordiais do Conselho de Administração é substituir o CEO, quando necessário. De facto, os conselhos desempenham um papel crucial na selecção do CEO, na sua supervisão e eventual substituição. “Uma das formas de avaliação da efectividade do conselho é olhando à qualidade dessas decisões” (Hermalin e Weisbach, 2000, 16).

O estudo mais completo sobre se a decisão de despedir o CEO se correlaciona ou não com a composição do conselho é o de Weisbach (1988). Neste estudo o autor testa a hipótese de que os directores internos e externos têm comportamentos diferentes nas suas decisões para substituir o CEO. As conclusões de Weisbach sugerem que as empresas com conselhos dominados por directores independentes são mais propensas a demitir um CEO, em função do desempenho que possam ter, do que os conselhos dominados por directores internos.

Com efeito, os seus resultados revelam que os conselhos com pelo menos 60% de directores independentes são mais propensos a demitir um CEO com fraco desempenho. Estes resultados são consistentes com a visão de que os conselhos controlados por directores independentes desempenham mais eficazmente a função de supervisão do que os conselhos dominados por directores internos. Uma explicação alternativa, também consistente com os resultados de Weisbach, é a de que os directores internos tomam as suas decisões sobre a substituição do CEO com base em outras informações não relacionadas com o desempenho empresarial.

Outros autores como Denis e Denis (1995), citados por Denis, Denis e Sarin (1997), também concluem que o desempenho das empresas melhora, de forma modesta, em média, depois da substituição do CEO.

Yermack (1996) constatou que a probabilidade de substituição do CEO na sequência de períodos de fraco desempenho é maior nas empresas com conselhos mais pequenos. Esta verificação é consistente com a visão de que conselhos mais pequenos são mais efectivos na supervisão do CEO do que os conselhos maiores.

Em geral, os vários estudos revelam que os directores independentes têm um comportamento diferente dos directores internos quando decidem se devem substituir o actual CEO. Mas as diferenças parecem ser marginais, não sendo evidente se a maioria dos directores independentes tomam, em média, melhores ou piores decisões do que os restantes conselhos (Bhagat e Black, 1999).

### 3.2.2.2 Resposta a uma Oferta de Aquisição Hostil

Uma segunda tarefa chave do conselho é decidir se deve vender a empresa e a que preço. Os conselhos de administração afectam a probabilidade de aquisição de duas formas: (1) os conselhos podem afectar o governo das sociedades e, conseqüentemente, influenciar a atractividade de uma empresa (como alvo). (2) Podem ainda afectar o próprio processo de aquisições, controlando a maior ou menor facilidade de aquisição da empresa (Hermalin e Weisbach, 2000).

A protecção das empresas que são alvo de ofertas de aquisição hostil tanto pode ser usada de forma positiva para os accionistas, extraindo um preço maior de licitação, como de forma negativa, rejeitando ofertas de aquisição que seriam vantajosas para aqueles.

Cotter, Shivdasani e Zenner (1997) constataram que as empresas alvo de uma oferta de aquisição hostil, com conselhos maioritariamente independentes, recebem cerca de 20% a mais de retorno no preço das suas acções do que empresas similares sem maioria de membros independentes. Sustentam, portanto, que os conselhos maioritariamente independentes negociam melhor a venda da companhia em favor dos accionistas do que os directores internos.

Além disso, aqueles autores referem que as ofertas de aquisição sobre empresas que têm *poison pills* e conselhos independentes conduzem a maiores ganhos para os accionistas, do que no caso de ofertas de aquisição sobre empresas que têm *poison pills* mas que não têm conselhos independentes. De uma forma geral, os seus resultados indicam que, quando o conselho é independente, a resistência às ofertas de aquisição e às pílulas de veneno servem, provavelmente, para aumentar os retornos dos accionistas ao invés de

serem utilizadas para proteger os administradores/gestores das empresas alvo de aquisição. Estes resultados corroboram os resultados apresentados por Brickley, Coles e Terry (1994) que constataram que as *poison pills* adoptadas por conselhos independentes estão associadas a uma reacção mais favorável do preço das acções, do que no caso de serem adoptadas por conselhos não independentes.

Kini, Kracaw e Mian (1995), citados por Cotter, Shivdasani e Zenner (1997), constataam que, após a aquisição hostil de uma empresa com um conselho dominado por directores internos, a proporção de directores independentes aumenta.

Para Hermalin e Weisbach (2000), os estudos sobre o papel dos conselhos de empresas alvo de aquisição revelam que os conselhos de administração com uma maioria de membros independentes obtém melhores preços dos adquirentes. Mas os mesmos não os impedem de concluir que os conselhos com uma maioria de membros independentes produzam melhores resultados para as potenciais empresas alvo.

### 3.2.2.3 Remuneração dos Executivos

Um outro papel do conselho é estabelecer e supervisionar as políticas de remuneração dos executivos das empresas. Berle e Means (1932) referem que o CEO pode exercer o controlo sobre os seus conselhos e utilizar esse controlo para extrair níveis “excessivos” de remuneração.

Core, Holthausen e Larcker (1999) estudaram as relações entre a composição do conselho, a estrutura de propriedade e a remuneração do CEO. Os seus resultados sugerem que as empresas com estruturas de governo mais fracas tendem a pagar mais ao CEO. Mais especificamente, Core, Holthausen e Larcker (1999) constataram que, a remuneração do CEO é uma função decrescente da percentagem do número de directores internos que compõe o conselho. É também uma função crescente do tamanho do conselho, da percentagem do número de directores externos do conselho nomeados pelo CEO, da percentagem do número de directores “cinzentos” existentes no conselho, da percentagem de directores externos que têm mais de 69 anos e da

percentagem de directores que desempenham funções noutros conselhos e, ainda, se o CEO é também o Presidente do Conselho.

Finalmente, Yermack (1996) refere que a relação entre remuneração e performance do CEO diminui com o tamanho do conselho, sugerindo que os conselhos mais pequenos dão incentivos maiores ao CEO e forçam-nos a assumir o risco, mais do que no caso de conselhos maiores. Estas evidências sugerem que a influência do CEO sobre o seu conselho resulta numa remuneração superior.

### **3.2.3 Endogeneidade da Estrutura do Conselho**

A maioria dos estudos sobre conselhos de administração descuraram, com frequência, a avaliação da endogeneidade presente nas empresas, obtendo resultados difíceis de interpretar. Hermalin e Weisbach (1998) realizaram um estudo sobre a endogeneidade da estrutura do conselho, esperando responder a duas questões: como é que os conselhos são constituídos? O que é que determina quem entra ou sai do conselho? A selecção dos directores é fundamental para se compreender o governo e a organização das sociedades, tal como afecta os papéis que o conselho pode desempenhar e como é que efectivamente os desempenha.

Hermalin e Weisbach (1988), utilizando uma amostra de 142 empresas, durante o período de 1971 a 1983, verificaram que: (a) as empresas tendem a acrescentar directores internos quando o seu CEO se aproxima da reforma; (b) quando uma empresa tem um desempenho pobre, os primeiros a sair são os directores internos e os primeiros a entrar são os directores externos e (c) um novo CEO origina normalmente a saída dos directores internos.

Assim, a promoção interna e o processo de sucessão de um CEO afecta a composição do conselho. Quando as empresas tem fracos desempenhos, estas tendem a remover os directores internos e a contratar directores externos para o conselho. Os internos poderão ser despedidos porque estes são responsabilizados pelo fraco desempenho das empresas. Uma explicação alternativa para o fraco desempenho e para os resultados da participação no mercado pode ser encontrada na teoria de agência. O fraco desempenho é uma indicação da má administração e, conseqüentemente, da necessidade de uma

supervisão crescente da administração. Assim, em resposta ao mau desempenho, os accionistas colocam mais directores externos no conselho para controlar a administração.

Kaplan e Minton (1994) realizaram estudos semelhantes sobre as empresas Japonesas e sobre o papel dos bancos no governo das mesmas, tendo constatado que os bancos têm um papel mais activo no governo das empresas, incluindo a nomeação de directores para o conselho. As nomeações de directores externos no Japão, estão associadas ao mau desempenho das empresas e, tais nomeações coincidem com a elevada rotação, pouco comum, da administração titular (Kaplan e Minton, 1994). Os autores referem, fortemente, que as pressões dos bancos, accionistas da empresa e grupos empresariais têm um papel importante de ligação com o desempenho das empresas.

Denis e Sarin (1999) confirmam as descobertas de Hermalin e Weisbach, ao analisarem uma amostra de 583 empresas entre 1983 e 1992. A sua análise evidencia algumas mudanças na composição do conselho dessas empresas - nos anos estudados, em 84,4% dos casos houve um acréscimo de, pelo menos 10 pontos percentuais, no número de externos. Estas mudanças ocorrem, normalmente, depois de períodos de fraco desempenho ou aquando da ameaça de substituição do CEO.

### **3.3 Conclusões sobre o efeito dos Conselhos de Administração no Governo das Sociedades**

Neste capítulo foram apresentados alguns estudos que analisam o efeito da composição do conselho de administração no desempenho das empresas, tratando-se de um tema que conheceu recentemente uma certa expansão. Tanto a literatura nacional como a de âmbito internacional recomendam a existência de conselhos de administração independentes, pois estes desempenham um papel de solução de equilíbrio para alguns problemas de agência. Porém, em Portugal são quase inexistentes as pesquisas que debatem os reflexos da independência dos conselhos no desempenho financeiro das empresas. Além disso, não existe unanimidade sobre a proposição de que a

independência do conselho de administração conduza a um desempenho superior por parte das empresas (Bhagat e Black, 2002).

Por exemplo, Baysinger and Butler (1985), Hermalin and Weisbach (1991), Bhagat e Black (2000), Laurence e Stapledon (1999) evidenciam relações estatisticamente não significantes entre a composição do conselho e o desempenho empresarial. Uma excepção a estes resultados vem de Baysinger and Butler (1985), que constata que as empresas com maior proporção de directores independentes no início dos anos 1970 evidenciam, em média, um melhor desempenho financeiro no final dos anos 80. Alguns estudos (Yermack, 1996; Agrawal e Knoeber, 1996) sugerem que empresas com uma elevada percentagem de directores independentes podem ter um desempenho mais fraco. Bhagat e Black (2002) partilham, no entanto, a ideia de que a independência do conselho em relação à administração é um importante instrumento de governo das sociedades.

Alguns estudos também têm dedicado atenção à influência do tamanho do conselho de administração no desempenho financeiro das empresas. Alguns investigadores, como Jensen, acreditam que a efectividade do conselho diminui quando ele ultrapassa um certo número de membros. Segundo o autor, “os conselhos com mais de sete ou oito membros tem menos probabilidade de funcionar de forma eficaz, tornando-se mais facilmente controláveis pelo CEO”.

Resumindo, e como conclusões dos vários trabalhos analisados neste capítulo, destacam-se as seguintes:

- uma certa indeterminação do efeito da independência do conselho sobre o desempenho empresarial;
- o efeito negativo do tamanho do conselho sobre o desempenho das empresas;
- quer a composição, quer o tamanho, estão correlacionados com a qualidade das decisões do conselho de administração sobre assuntos como a substituição do CEO, aquisições hostis e remuneração dos executivos;
- finalmente, o desempenho das empresas, a rotação do CEO e as mudanças na estrutura da propriedade parecem ser factores importantes que geram alterações nos conselhos.

No próximo capítulo, e através da análise empírica, procuraremos analisar o efeito que a composição, o tamanho, a existência de um CEO simultaneamente presidente do conselho de administração, e a forma de remuneração dos membros executivos do conselho de administração têm sobre o desempenho financeiro das sociedades anónimas portuguesas.

## CAPÍTULO 4 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Neste capítulo são descritos os procedimentos relacionados com o problema de investigação, método de recolha, tratamento e análise dos dados, as estatísticas descritivas e os testes de hipóteses.

### 4.1 Problema de Investigação

Nos últimos anos, uma boa parte do debate acerca da eficiência dos mecanismos de governo das sociedades centra-se na actividade do conselho de administração, considerado um mecanismo importante de solução dos problemas de agência. Este problema é comum à maioria das grandes sociedades, nas quais existe a separação entre propriedade e gestão. Neste caso, os custos de agência ocorrem quando executivos não atendem ao princípio da maximização do valor das empresas, ou quando os accionistas incorrem em custos de supervisão e fiscalização dos executivos.

O interesse nos conselhos de administração não é indiferente à atenção que suscita no mundo empresarial. As directrizes sobre o governo das sociedades, em vários países do mundo, contêm recomendações respeitantes à composição dos conselhos. Existe nestes países a convicção generalizada de que o trabalho de supervisão e fiscalização dos conselhos de administração é de grande importância e que todos os esforços para compreender o seu funcionamento e explicar a sua incidência no desempenho resultarão num melhor governo das empresas.

O tema aqui abordado assume grande relevância dado que contribui para o melhor entendimento das interacções entre o desempenho financeiro e as práticas de governo societário e o posicionamento estratégico alcançado pelas empresas. Um dos motivos da importância do estudo das práticas de governo das sociedades é o interesse dessas práticas para o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. É nossa convicção que o tipo de abordagem utilizado neste trabalho contribuirá para o melhor entendimento do modelo de administração vigente em Portugal, no que se refere ao governo das sociedades, estratégia e respectivo desempenho financeiro.



## 4.2 Objectivos da investigação

Os objectivos específicos deste estudo são os seguintes:

- analisar se existe uma relação significativa entre as características dos conselhos de administração, a definição da política de remuneração e o desempenho das empresas que compõe a amostra;
- analisar se, para além de existir uma relação entre as variáveis anteriormente referidas, se confirma o efeito positivo de um conselho de administração composto por uma maioria de membros externos, visto que esse tipo de composição indicativa de independência, reforçaria a função de supervisão e de controlo;
- evidenciar o tipo de governo das sociedades que existe, actualmente, nas sociedades anónimas portuguesas.

## 4.3 Definição das hipóteses

As hipóteses propostas para esta investigação são as seguintes:

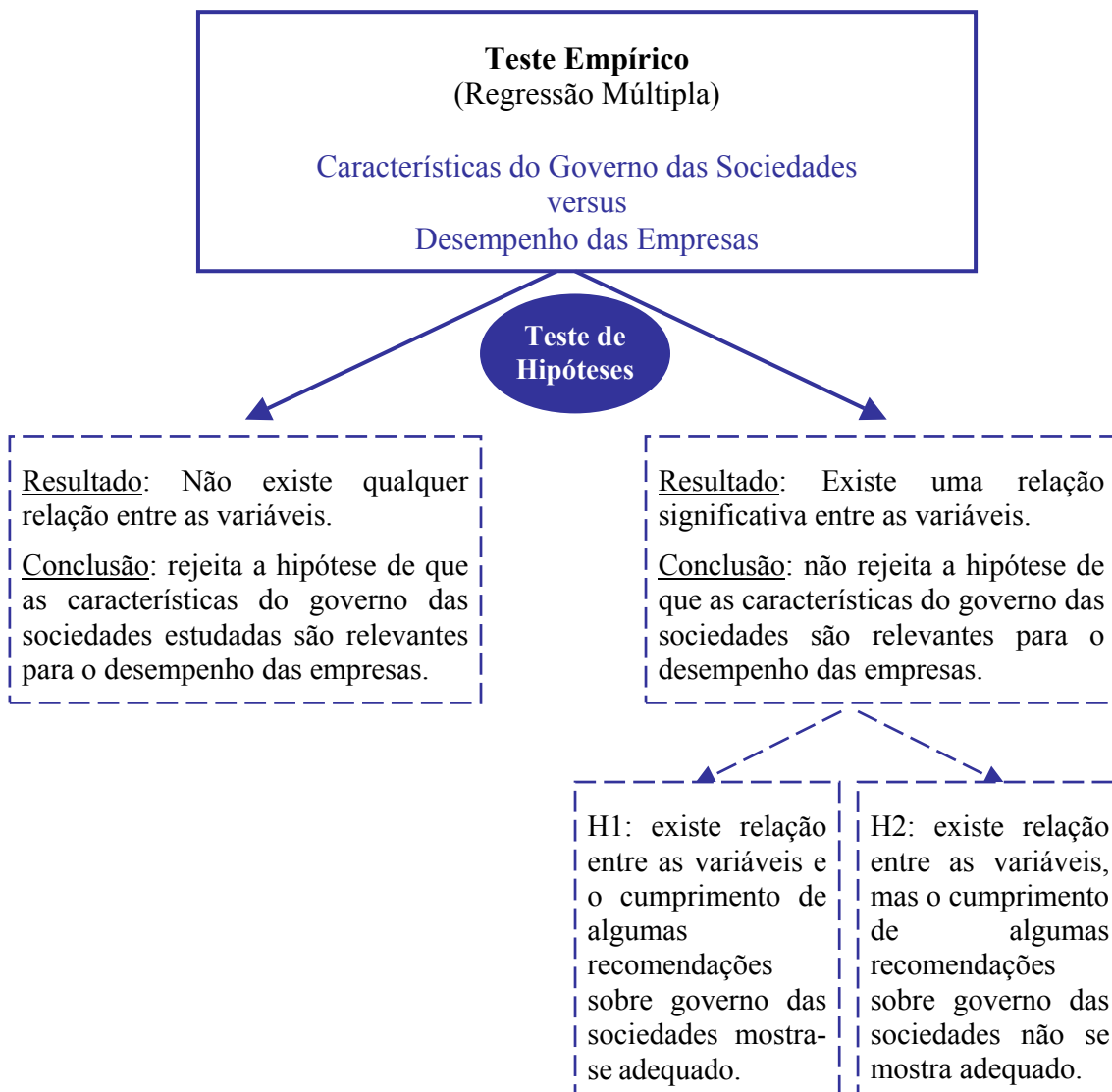
**H0:** Não existe qualquer relação entre as características dos conselhos de administração e as variáveis de desempenho das empresas.

As variáveis de governo das sociedades são as variáveis independentes, e as variáveis de desempenho são as variáveis dependentes que usaremos.

**H1:** Existe uma relação entre as características dos conselhos de administração e as variáveis de desempenho das empresas. Além disso, os conselhos de administração que obtém um melhor desempenho são aqueles que cumprem algumas recomendações sobre governo das sociedades: (1) o presidente do conselho e o CEO são pessoas diferentes e (2) existe uma maioria de membros independentes; (3) o tamanho do conselho varia entre 4 e 7 membros (os argumentos de eficiência, flexibilidade, comunicação e coordenação, assim como a maior parte de trabalhos empíricos, dão suporte a esta hipótese) e (4) a remuneração dos membros executivos do conselho está vinculada ao resultado da empresa e é devidamente publicada.

**H2:** Existe uma relação entre as características dos conselhos de administração e as variáveis de desempenho das empresas. Neste caso, o tipo de relação é contrário ao descrito na hipótese alternativa 1.

*Figura 4.1 – Modelo Esquemático do Teste de Hipóteses*



## 4.4 Metodologia de investigação empírica: o questionário

### 4.4.1 Selecção da amostra

A população deste estudo é composta por sociedades anónimas portuguesas, não financeiras<sup>46</sup>, cotadas e não cotadas na *Euronext Lisbon*. Verificamos algumas dificuldades inerentes ao processo de escolha da amostra, que resultaram de dois factores: em primeiro lugar, da falta de informação referente às empresas não cotadas, e, em segundo lugar, do facto de as empresas não facultarem informação espontaneamente.

#### Amostra de Empresas Cotadas na *Euronext Lisbon*:

No contexto da “Reforma dos Mercados” do Grupo *Euronext*, foi implementado um novo formato para os mercados regulamentados geridos pela *Euronext Lisbon*, a partir do dia 4 de Abril de 2005, inclusive. O Segundo Mercado foi extinto, com a consequente transferência, nessa mesma data, dos valores mobiliários (acções e obrigações) admitidos à negociação neste mercado, para o Mercado Regulamentado designado “*Eurolist by Euronext Lisbon*” ou para o Mercado Sem Cotações. Com efeito, até àquela data existiam 85 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, das quais 52 estavam cotadas no Mercado Contínuo e 33 estavam cotadas no Segundo Mercado. Na sequência da referida reforma o número de empresas cotadas na *Euronext Lisbon* passou para 53.

Para efeitos deste estudo, consideramos todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon* antes da referida reforma, ou seja, 85 empresas. Isto porque, a Reforma da *Euronext* só tem efeitos a partir do ano de 2005, não colidindo com os objectivos deste estudo.

Esta sub-amostra, formada por todas as por empresas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, foi construída com base nos seguintes critérios: em primeiro lugar seleccionamos todas as empresas com informação financeira disponível relativamente

---

<sup>46</sup> Entendem-se por empresas não financeiras as que não são classificadas como bancos, fundos de investimentos, empresas de leasing, companhias de seguros, financeiras e consórcios.

ao triénio 2001-2003. Em segundo lugar, eliminamos todas as empresas financeiras cotadas naquele mercado. Obtiveram-se, assim, 65 empresas de um total de 85 empresas de cotadas, às quais foi enviado o questionário.

#### Amostra de Empresas Não Cotadas:

As empresas incluídas nesta sub-amostra foram escolhidas entre as 500 maiores empresas portuguesas. Estas empresas constavam de uma base de dados, publicada pela revista Expresso, em 2004, que incluía as 1.000 maiores empresas portuguesas.

Os critérios subjacentes à construção desta sub-amostra foram diversos. Em primeiro lugar, e à semelhança do que foi feito com a amostra de empresas cotadas, excluíram-se todas as empresas financeiras, devido à forte regulação que caracteriza este sector. Para evitar a duplicação das empresas estudadas, excluímos as empresas participadas maioritariamente por outras empresas nacionais, já incluídas na amostra, e que, consolidaram as participadas nas suas demonstrações financeiras. Com o mesmo propósito, excluímos ainda todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, já incluídas na primeira sub-amostra. Para que estejamos perante uma sub-amostra representativa das maiores empresas portuguesas, retiramos todas as empresas de capital maioritariamente estrangeiro constantes da referida base de dados. Obtivemos assim, no universo definido, um total de 122 empresas, às quais foi enviado o questionário.

#### **4.4.2 Instrumento de pesquisa e recolha de informação**

Dada a dificuldade em aceder pessoalmente aos inquiridos, além da extensão da população que se pretende atingir, definiu-se para o presente trabalho que o instrumento de pesquisa a ser empregue seria um questionário<sup>47</sup>, constituído por uma série ordenada de questões relacionadas ao objectivo geral deste trabalho, complementado pela recolha de dados constantes das demonstrações financeiras principais.

---

<sup>47</sup> Vide anexos 4.1. e 4.2

O questionário foi concebido com o objectivo de obter informações relativas a temas como: **(a)** caracterização dos conselhos de administração quanto ao tamanho (questão 1), composição (questões 2, 3, 4 e 5) e remuneração dos directores (questões 6, 7 e 8); **(b)** avaliação do desempenho da empresa (questão 9); e, **(c)** caracterização geral das empresas inquiridas quanto CAE (questão 10) e número de trabalhadores empregues pela mesma (questão 11).

Como foi possível obter as demonstrações financeiras principais de todas as empresas de capital aberto<sup>48</sup>, optamos por excluir a pergunta 9 do questionário enviado às empresas cotadas, dado que todos os elementos pedidos constavam das referidas demonstrações. Esta decisão, teve como objectivo obter uma maior taxa de resposta aos questionários.

Os questionários foram enviados por e-mail, em Maio de 2005, aos responsáveis pelas relações com os investidores das cotadas e aos proprietários ou gestores das empresas não cotadas. A resposta aos questionários podia fazer-se por carta ou por e-mail.

#### **4.4.3 Definição das variáveis**

Neste estudo utilizaram-se, unicamente, medidas de desempenho que utilizam dados contabilísticos, tais como: Vendas sobre o Activo Total, Rendibilidade do Activo Total, Rendibilidade do Capital Próprio e Rendibilidade das Vendas, respeitantes ao período de 2001 a 2003. A principal razão pela qual não se analisam quaisquer medidas de desempenho de mercado, prende-se com o facto de, na maioria das vezes, os valores de mercado das empresas cotadas não estarem disponíveis. E dado que um dos objectivos deste estudo é fazer uma análise comparativa entre empresas cotadas e empresas não cotadas, tal só é possível utilizando medidas de desempenho homogéneas.

A par das medidas de desempenho, esta pesquisa desenvolveu-se com a utilização de quatro variáveis relativas à composição do conselho de administração, e ainda quatro variáveis de controlo, como mostra o Quadro 4.1, a seguir:

*Quadro 4.1 – Descrição das variáveis utilizadas na pesquisa*

Variáveis	Descrição	Descrição	Outros estudos que usam o indicador	
Variáveis de desempenho financeiro (dependentes)	VEN/ACT	Vendas sobre o Activo Total	O rácio das vendas sobre o activo total indica o grau de utilização dos activos da empresa. Segundo Brealey e Myers (1998) um rácio elevado pode indicar que uma empresa está a operar próximo da sua plena capacidade.	Bhagat & Black (2000)
	ROA_1	Rendibilidade do Activo Total	Os gestores medem com frequência o desempenho de uma empresa através do quociente entre os resultados (antes de juros, impostos, depreciação e amortização) sobre o activo total.	Bhagat & Black (2000), Silveira (2002), Okimura (2003), Mota (2003)
	ROA_2	Rendibilidade do Activo Total	O desempenho das empresas é medido através do quociente entre os resultados operacionais e o activo total.	Silveira (2002)
	ROE	Rendibilidade do Capital Próprio	Expresso pelo quociente entre os resultados líquidos e os capitais próprios, mede a eficiência da remuneração do capital dos sócios.	Silveira (2002), Mota (2003)
Variáveis associadas aos Conselhos de Administração (independentes)	Log(TAMC) <sup>2</sup>	Tamanho do Conselho	Quadrado do logaritmo natural do número de membros do conselho de administração.	Bhagat & Black (2000), Silveira (2002)
	INDEPCA	Independência do Conselho Administração	Trata-se de uma variável que mede o grau de independência do Conselho de Administração. É expressa pela fracção do total de membros independentes menos a fracção de membros executivos do Conselho de Administração.	Bhagat & Black (2000), Silveira (2002)
	PRECEO	Presidente do Conselho e CEO	É uma variável dicotómica, assumindo valor = 1 quando o Presidente do Conselho e o CEO são pessoas diferentes e, valor = 0 quando são a mesma pessoa.	Bhagat & Black (2000), Silveira (2002)

<sup>48</sup> Foram obtidas através da página da Internet da CMVM: <http://www.cmvm.pt/>

	REMR	Remuneração vinculada ao resultado da sociedade	Trata-se de outra variável dicotómica que assume valor = 1 quando a remuneração depende do resultado da empresa e, valor = 0 quando tal não acontece.	Alonso e Iturriaga (2003)
Variáveis de controlo	LOG(VEN)	Tamanho da empresa dado pelo logaritmo das vendas	Logaritmo natural do volume de vendas.	Bhagat & Black (2000)
	SECTOR	Sector de Actividade	O sector de actividade das empresas pode ter influência sobre o seu desempenho financeiro.	Bhagat & Black (2000), Silveira (2002), Okimura (2003)
	DIV	Rácio de Endividamento	O grau de endividamento pode ser expresso pelo quociente entre a dívida de longo prazo e o capital próprio.	Mota (2003), Alonso e Iturriaga (2003)

Em seguida apresentamos uma definição alargadas das variáveis referidas.

#### 4.4.3.1 Variáveis relacionadas com os Conselhos de Administração

Com vista a caracterizar o Conselho de Administração, são utilizadas três variáveis, obtidas através do questionário realizado às empresas da amostra:

- TAMANHO - é dado pelo número de membros do órgão de administração;
- PRESIDENTE DO CONSELHO E CEO - é representada por uma variável dicotómica onde:

PRECEO = 1, se os cargos de Presidente do Conselho e de CEO forem ocupados por pessoas diferentes;

PRECEO = 0, se os referidos cargos forem ocupados pela mesma pessoa.

- INDEPENDÊNCIA do Conselho de Administração - é dada pela equação:

$$INDEPCA = \left( \frac{INDEP}{TAMC} \right) - \left( \frac{EXEC}{TAMC} \right)$$

Onde:

INDEPCA – grau de independência do órgão de administração;

INDEP – número de directores independentes;

TAMC – número total de membros do órgão de administração.

A variável “independência” do Conselho de Administração é difícil de determinar objectivamente. Esta dificuldade é ocasionada quer pela existência de diferentes definições para as mesmas variáveis, quer pelas interações entre os vários membros da empresa – membros do conselho de administração, executivos e accionistas.

A maioria dos estudos empíricos revistos mede a independência do Conselho de Administração através da composição do órgão, classificando os directores em internos (executivos), “cinzentos” (não executivos, mas com ligações à empresa) e independentes (não executivos e sem quaisquer ligações à empresa).

Neste estudo também classificamos os directores em internos, “cinzentos” e independentes. No entanto, não podemos colocar de parte a hipótese de existirem incoerências na classificação deste conceito. Isto porque, no caso das empresas cotadas os directores independentes também são aqueles que, podendo ter sido eleitos em lista proposta por accionistas, não representam, no Conselho de Administração, accionistas individualmente considerados, e actuam como gestores profissionais sem qualquer dependência ou orientação dos accionistas. Enquanto que, para efeitos deste estudo, apenas consideramos independentes os directores que não participam na gestão (isto é, membros não executivos) e que: (1) não possuem qualquer tipo de vínculo com a empresa, a não ser a posição de director, (2) nunca foram trabalhadores da empresa, de qualquer uma das suas subsidiárias ou outras relacionadas com a empresa, (3) não prestam quaisquer serviços à empresa e, (4) não são parentes de qualquer director da empresa.

- REMUNERAÇÃO dos órgãos do Conselho de Administração que exercem funções de gestão corrente - é representada por uma variável dicotómica onde:

REMR = 1, se a remuneração depende do resultado da empresa.

REMR = 0, se a remuneração não depende do resultado da empresa;



Segundo as recomendações da CMVM uma parte da remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, deve depender dos resultados da sociedade. Desta forma é possível aproximar os interesses dos membros do órgão de administração aos interesses dos accionistas da sociedade e consequentemente maximizar o desempenho empresarial.

#### 4.4.3.2 Variáveis de Desempenho

Os analistas financeiros utilizam um conjunto de indicadores que permitem avaliar a eficiência das empresas. Neste estudo serão utilizados alguns indicadores, com base em dados contabilísticos, que passamos a descrever:

- VENDAS SOBRE O ACTIVO TOTAL: este rácio indica o grau de utilização dos activos da empresa e calcula-se da seguinte forma:

$$\frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Activo Total}}$$

- Rendibilidade do Activo (ROA\_1), utilizando o EBITDA: é o resultado antes dos juros, impostos, depreciação e amortização, sobre o activo total:

$$\text{ROA}_1 = \frac{\text{Resultado antes deo juros, impostos, depreciação e amortização}}{\text{Activo Total}}$$

- Rendibilidade do Activo (ROA\_2), utilizando o resultado operacional: é o resultado operacional sobre o activo total:

$$\text{ROA}_2 = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Activo Total}}$$

- Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE) - mede a eficiência da remuneração do capital dos sócios e é dada pela seguinte equação:

$$ROE = \frac{\text{Resultado líquido}}{\text{Capitais Próprios}},^{49}$$

#### 4.4.3.3 Variáveis de Controlo

Também utilizamos variáveis de controlo com o objectivo de isolar a sua influência sobre o desempenho das empresas, são elas

- Tamanho da empresa medido pelo logaritmo das vendas.

Alguns estudos, como o de Lang e Stulz (1994), citado por Okimura (2003), investigam a relação entre o tamanho da empresa e o Q de Tobin, sugerindo uma correlação negativa, e outros estudos, como o de Alonso e Iturriaga (2003), sugerem uma correlação positiva entre o tamanho da empresa e o seu valor. Este resultado parece comprovar o já obtido por outros autores como Yermack (1996) e Eisenberg *et al.* (1998), que constataam que a utilização do tamanho da empresa como variável de controlo conduz a estimações positivas do seu coeficiente. Bhagat e Black (1999) constataam uma evidência débil entre o tamanho da empresa e o desempenho financeiro.

- Rácio de endividamento

$$\frac{\text{Dívida a longo prazo}}{\text{Capital Próprio}}$$

Se por um lado Myers (1984), citado por Brealey e Myers (1998), refere que as empresas mais lucrativas recorrem menos ao endividamento por não precisarem de recursos do exterior. Por outro lado, Jensen e Meckling (1976) predizem uma relação positiva entre o nível de endividamento e o desempenho das empresas, na medida em que o endividamento supõe uma maior disciplina por parte dos gestores que conduz à maximização do desempenho da empresa. Em termos de comparações intersectoriais também se verificam diferenças nos rácios de endividamento. Por exemplo, estes

---

<sup>49</sup> Este rácio resulta do quociente entre os resultados líquidos no final do período t e os capitais próprios no final do período t. Normalmente, utilizam-se os capitais próprios no final do período t-1, o que não aconteceu neste estudo, dado não

tendem a ser reduzidos nas indústrias de alta tecnologia, indústrias maduras e estáveis (electricidade) e mais altos nas indústrias

- Sector de Actividade

Durante os anos em análise, alguns sectores de actividade podem evidenciar melhores resultados, em média, do que outros. Para minimizar esta situação, foram utilizadas variáveis dicotómicas para representar os sectores que evidenciam, eventualmente, relação significativa com as variáveis dependentes de desempenho. Assim seleccionamos como variáveis dicotómicas, as seguintes: empresas do sector dos serviços (D\_SERV), empresas do sector dos produtos minerais não metálicos (D\_NMET), empresas do sector da construção civil (D\_CCIVIL) e empresas do sector dos transportes, comunicação e serviços de distribuição (D\_TELEC).

Relativamente à classificação dos sectores de actividade, foi adoptado o critério de classificação da revista Expresso, que dá a relação das empresas e dos seus respectivos sectores. É uma classificação alargada que divide as empresas em quinze sectores:

- Alimentação, Bebidas e Tabaco
- Comércio a Retalho
- Construção Civil
- Grossistas e Importação/Exportação
- Hotelaria e Turismo
- Indústria de Papel, Artes Gráficas e Edição de Publicações
- Indústria Electrónica e de Máquinas
- Indústria de Madeira, Cortiça e Mobiliário
- Indústria Metalúrgica e Metalomecânicas
- Indústria de Produtos Minerais Não Metálicos
- Indústrias Químicas
- Indústria de Têxteis, Vestuário e Couros
- Primário, Indústrias Extractivas e Diversas
- Serviços
- Transportes, Comunicação e Serviços de Distribuição

#### 4.4.4 Tratamento dos dados

O tratamento dos dados obtidos foi realizado através dos programas *Statistic Package for the Social Sciences* (SPSS) e Eviews 5.0 (utilizado para calcular o teste de heterocedasticidade de White). Especificamente, foi utilizado o modelo de regressão linear múltipla, à semelhança do que foi feito por outros investigadores como Laurence e Stapledon (1999), Bhagat e Black (2000) e Silveira (2002).

Este modelo permite analisar a relação entre variáveis quantitativas, nomeadamente, entre uma variável dependente (desempenho das empresas) e um conjunto de variáveis independentes (neste estudo, relacionadas com as características do Conselho de Administração). Com efeito, as variáveis utilizadas no modelo de regressão são, de um modo geral, quantitativas com escalas de medida pelo menos intervalar. Porém, à semelhança do que se verifica neste e noutros estudos, existe muitas vezes a necessidade de recorrer a variáveis qualitativas para testar a validade empírica dos dados. De notar que, estudos de simulação de tipo Monte Carlo demonstram que no caso de variáveis nominais, desde que estas sejam independentes, é ainda possível inclui-las no modelo de regressão linear múltipla, por recurso a variáveis “*dummy*” (Moroco, 2003).

Este modelo é dado pela seguinte equação:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i, \quad (i = 1, 2, \dots, n)$$

Onde:

Y - variável dependente;

X's - variáveis independentes;

$\beta_0$  - ordenada na origem;

$\varepsilon_i$  - erros ou resíduos do modelo.

Tendo por base as hipóteses da pesquisa e a realidade portuguesa, apresentamos o seguinte modelo:

$$\text{DESEMP}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{LOG}(\text{TAMC})^2_i + \beta_2 \text{INDEPCA}_i + \beta_3 \text{PRECEO}_i + \beta_4 \text{REMR}_i + \beta_5 \text{VC1}_i + \beta_6 \text{VC2}_i + \beta_7 \text{VC3}_i + \varepsilon_i$$

*E neste caso:*

$\text{DESEMP}_i$  - variáveis de desempenho: VEN/ACT, ROA ou ROE;

$\text{TAMC}_i$  - tamanho do conselho de administração;

$\text{INDEPCA}_i$  - independência do conselho de administração;

$\text{PRECEO}_i$  - presidente do conselho de administração e CEO;

$\text{REMR}_i$  - remuneração dos órgãos do conselho de administração vinculada aos resultados da empresa;

$\text{VC1}_i$  - variável de controlo: logaritmo das vendas

$\text{VC2}_i$  - variável de controlo: rácio do endividamento

$\text{VC3}_i$  - variável de controlo: sector de actuação

$\varepsilon_i$  - erros ou resíduos do modelo.

Para cada variável de desempenho, individualmente, foi feito um teste de regressão. Nos referidos testes considerou-se o nível de significância de 5% como limite que nos permite rejeitar a hipótese nula. A validade deste tipo de análise foi testada por meio da aplicação do teste de heterocedasticidade de White, do teste da independência de *Durbin-Watson*, do teste da normalidade dos resíduos de *Kolmogorov-Smirnov* e do teste de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

## CAPÍTULO 5 RESULTADOS

### 5.1 Introdução

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da análise dos dados relativos a 51 empresas que integram este estudo, com dados do período de 2001 a 2003. Inicialmente, na secção 5.2, é apresentada uma análise das estatísticas descritivas das variáveis que caracterizam os conselhos de administração das empresas portuguesas. Posteriormente, na secção 5.3, apresentamos os resultados obtidos na análise bivariada relativa ao período de 2001 a 2003. Por fim, na secção 5.4, é realizada a análise multivariada por meio de modelos de regressão linear múltipla.

De referir que, de 187 questionários enviados às empresas portuguesas seleccionadas em ambas as amostras, obtivemos 51 respostas consideradas válidas (26 empresas cotadas e 25 empresas não cotadas). A taxa de resposta das empresas cotadas e empresas não cotadas foi de 40% e 20,5%, respectivamente.

### 5.2 Estatísticas descritivas

#### 5.2.1 Empresas Cotadas

Neste ponto procuramos identificar o perfil da estrutura de governo das sociedades das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

**Quadro 5.1 – Características dos Conselho de Administração das Empresas Cotadas (2001)**

Ano	Obs.	Categoria	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
2001	26	EXEC	4,808	5	2,304	2	11
	26	AFILIA	1,577	2	1,498	0	5
	26	INDEP	0,846	0	1,231	0	4
	26	TAMC	7,231	7	2,241	3	11
	26	INDEPCA	-0,547	-0,437	0,320	-1,000	0,143
		% EXEC	66,5%				
		% AFILIA	21,6%				
		% INDEP	11,9%				

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

**Quadro 5.2 – Características dos Conselho de Administração das Empresas Cotadas (2002)**

Ano	Obs.	Categoria	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
2002	26	EXEC	4,769	5	2,309	2	11
	26	AFILIA	1,462	1,5	1,420	0	5
	26	INDEP	0,769	0	1,085	0	3
	26	TAMC	7,000	7	2,287	3	11
	26	INDEPCA	-0,564	-0,437	0,297	-1,000	-0,111
		% EXEC	67,9%				
		% AFILIA	20,5%				
		% INDEP	11,6%				

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

**Quadro 5.3 – Características dos Conselho de Administração das Empresas Cotadas (2003)**

Ano	Obs.	Categoria	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
2003	26	EXEC	4,692	4,5	2,144	2	11
	26	AFILIA	1,538	1,5	1,420	0	5
	26	INDEP	1,000	0	1,519	0	6
	26	TAMC	7,231	7	2,621	3	13
	26	INDEPCA	-0,533	-0,444	0,324	-1,000	0,091
		% EXEC	66,4%				
		% AFILIA	20,5%				
		% INDEP	13,1%				

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

Como podemos constatar, através do quadro 5.1, os conselhos de administração das sociedades abertas portuguesas são compostos, maioritariamente, por directores executivos. Em 2001, os directores executivos representavam, em média, 66,5% do total de membros no Conselho de Administração. Em 2002, esta percentagem subiu para 67,9%, voltando a decrescer para 66,4% em 2003. A percentagem de directores “afiliados” e de directores independentes representados no Conselho de Administração é de 21% e de 12%, respectivamente.

Este valor assemelha-se ao encontrado por Heidrick & Struggles (2003) de 58%, conforme já referido na secção 2.8.3. Esta percentagem permanece elevada quando comparada com a média europeia de 12%. Como referimos no ponto 4.4.3.1 existe falta

de transparência dentro das empresas quanto à forma de classificação dos seus directores, facto que poderá consistir numa séria limitação do estudo.

Dado o alto predomínio de membros executivos presume-se um fraco potencial de independência em relação aos gestores. Podendo, possivelmente, concluir-se pela falta de separação entre as decisões da gestão e o controlo dessas decisões, como defendem Fama e Jensen (1983a). Sendo que as primeiras deveriam ser responsabilidade da Direcção Executiva e o controlo ser exercido pelo Conselho de Administração.

Os dados obtidos também nos permitem caracterizar o tamanho do Conselho de Administração. Ao observarmos os quadros 5.1, 5.2 e 5.3, podemos concluir que os Conselhos de Administração das sociedades cotadas possuem, em média, 7 membros, um número próximo ao recomendado pelos estudos que associam o valor de mercado das empresas ao número de membros do Conselho de Administração, segundo Yermack (1996). O estudo realizado pela Heidrick & Struggles (2003) revela que o tamanho médio dos Conselhos de Administração das empresas portuguesas é de cerca de 12,5 membros, superior aos 7 membros apurados nesta pesquisa. Este facto poderá ser explicado pelo facto de aquele estudo incluir na sua amostra empresas financeiras, cujos conselhos de administração têm, em média, mais membros. A análise evolutiva da composição e tamanho dos Conselhos de Administração evidencia que os números permanecem praticamente inalterados ao longo dos três anos em análise. Estes resultados devem-se, por um lado, ao facto das empresas analisadas nos três anos serem as mesmas e, por outro lado, porque em geral os Conselhos de Administração se mantêm inalterados por um número determinado de anos, facto que gera alguma constância na sua composição.

Também obtivemos dados importantes relacionados com a separação das funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO, conforme evidencia o quadro 5.4.

**Quadro 5.4 – Percentagem de empresas cotadas em que existe a separação entre os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO**

	Ano	2001	2002	2003
% de empresas que separam os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO		30,8%	30,8%	38,5%

Fonte: Dados da pesquisa (2005)



O quadro 5.4 revela um certo aumento da percentagem de sociedades abertas que separam os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO, um resultado que se aproxima das recomendações de mercado. A separação dos cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO permite evitar que este último possua poder excessivo. Com efeito, sendo o presidente do conselho de administração a pessoa com poder para ratificar as decisões, se este for simultaneamente CEO (e o CEO um membro executivo) então a eficácia do papel de supervisão e fiscalização é atenuada.

Relativamente à remuneração dos membros executivos do Conselho de Administração, em primeiro lugar, procedemos à distinção entre as empresas que remuneram e as que não remuneram os membros executivos em função dos resultados da empresa. Em seguida, como os resultados encontrados não foram conclusivos (não observamos resultados estatisticamente significativos), procedeu-se a outra distinção, neste caso, entre: (1) empresas cuja remuneração dos membros executivos do Conselho de Administração depende dos resultados da sociedade, numa percentagem superior a 30% do total auferido; (2) empresas cuja remuneração dos membros executivos do Conselho de Administração é fixa e nos casos em que depende dos resultados da sociedade, mas numa percentagem inferior a 30% do total.

***Quadro 5.5 – Percentagem de empresas cotadas que remuneram os membros executivos do Conselho de Administração em função dos resultados da sociedade***

	Ano	2001	2002	2003
% de empresas que remuneram os membros executivos do Conselho de Administração em função dos resultados.		57,7%	53,8%	76,9%
% de empresas que remuneram os membros executivos do Conselho de Administração em função dos resultados, numa percentagem superior a 30% do total		15,4%	11,5%	23,1%

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

Observando o quadro 5.5, podemos concluir o seguinte, em média, para o período de 2001 a 2003:

- 37,2% das empresas atribuem remunerações fixas aos membros executivos do Conselho de Administração;
- cerca de 62,8% das empresas atribuem remunerações aos membros do conselho de administração que dependem dos resultados da sociedade; importa referir que, em

46,1% dessas empresas a remuneração variável é inferior a 30% da remuneração total recebida e em 16,7% das empresas a remuneração variável recebida pelos órgãos da administração é superior a 30% da remuneração total auferida.

Com relação à evolução destes indicadores, verifica-se um pequeno aumento da percentagem de empresas que remunera os membros executivos em função dos resultados da sociedade entre 2001 e 2003, apesar da queda verificada em 2002.

A existência deste tipo de políticas de remuneração vai de encontro à recomendação da CMVM que sugere que a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estabelecida de modo que permita o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade. Esta medida é muito importante para o bom governo das sociedades.

Em seguida iremos comparar algumas características dos conselhos de administração (tamanho do conselho de administração, percentagem de directores executivos e de directores não executivos<sup>50</sup>) das empresas da nossa amostra com outros estudos realizados em países estrangeiros, que também estudam as empresas cotadas e, relativamente aos quais existe informação comparável.

**Quadro 5.6 – Comparação das características dos Conselhos de Administração**

<b>País</b>	<b>Tamanho (média)</b>	<b>Executivos (%)</b>	<b>Não Executivos (%)</b>
<b>Aústria</b> – OCDE (1997)	5,7	43,5	56,5%
<b>Brasil</b> - Silveira (2002)	6,7	23%	81,7%
<b>Espanha</b> - OCDE (1997)	9,63	18,7%	81,3%
<b>EUA</b> - Bhagat (2002)	11,45	26%	74%
<b>EUA</b> - Yermack (1996)	12,25	36%	64%
<b>Holanda</b> - OCDE (1997)	7,6	35%	65%
<b>Japão</b> - OCDE (1997)	21	90%	10%
<b>Reino Unido</b> – Faccio e Lasfer (2000)	7	58,2%	42,8%
<b>Nosso estudo</b>	7,154	66,9%	33,1%

Fonte: Dados da pesquisa (2005), Bhagat (2002), Faccio e Lasfer (2000), OCDE (1997), Silveira (2002) e Yermack (1996).

---

<sup>50</sup> Nesta análise, utilizamos apenas a classificação de directores não executivos, dado alguns estudos aqui referidos não distinguirem entre directores afiliados e directores independentes.

Com efeito, pela análise do quadro 5.6 verificamos que Portugal (66,9%) é, a seguir ao Japão (90%), o país que apresenta uma percentagem maior de directores executivos no conselho de administração, logo seguido do Reino Unido (58,2%). Por outro lado, verificamos que o Japão é o país com um maior número de directores no conselho de administração, cerca de 21 directores, contrapondo com o Reino Unido e com Portugal que têm, em média, 7 membros (ambos com estruturas monistas). É interessante notar que, no Reino Unido, onde existe uma grande preocupação com a independência dos conselhos, a percentagem média de directores não executivos é superior a 50%.

A figura do director independente é um conceito bastante novo na Europa Continental. Com efeito, só muito recentemente muitos dos códigos de conduta estabelecidos sublinham a necessidade das empresas nomearem directores independentes (Espanha, França, Portugal).

Como já referimos, se o predomínio de directores executivos se considera prejudicial para o bom desempenho das empresas, como se justifica que o Reino Unido seja o país da Europa com melhor desempenho em termos de “governo das sociedades”?<sup>51</sup> A justificação para o bom desempenho do Reino Unido deve-se, essencialmente, aos seguintes factores:

- todas as empresas são obrigadas a descrever a composição e o funcionamento do conselho de administração numa declaração de compromisso. Em resultado, é o país da Europa que têm o mais alto nível de informação sobre conselhos de administração;
- ao contrário do que acontece em muitos países europeus (como Bélgica, França, Itália e Espanha), a presença de representantes dos accionistas nos conselhos de administração é muita rara no Reino Unido;
- adoptou uma definição precisa de “director independente”. A qualidade destes directores continua a crescer, à medida que os conselhos de administração dão maior ênfase ao contributo esperado dos directores independentes.

---

<sup>51</sup> Como constataam Heidrick & Struggles (2003) no seu estudo.

### 5.2.2 Empresas Não Cotadas

Os dados relativos às variáveis que caracterizam os conselhos de administração foram resumidos nos quadros 5.7, 5.8 e 5.9 com o objectivo de identificarmos a estrutura de governo das sociedades das empresas não cotadas na *Euronext Lisbon*.

**Quadro 5.7 – Características dos Conselho de Administração das Empresas Não Cotadas (2001)**

Ano	Obs.	Categoria	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
2001	25	EXEC	4,040	4	1,428	1	7
	25	AFILIA	1,120	0	2,065	0	8
	25	INDEP	0,560	0	1,299	0	5
	25	TAMC	5,720	5	2,646	3	15
	25	INDEPCA	-1,175	-1,000	2,481	-13,178	0,429
		% EXEC	77,2%				
		% AFILIA	14,4%				
		% INDEP	8,4%				

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

**Quadro 5.8 – Características dos Conselho de Administração das Empresas Não Cotadas (2002)**

Ano	Obs.	Categoria	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
2002	25	EXEC	3,960	3	1,428	1	7
	25	AFILIA	1,040	0	2,068	0	8
	25	INDEP	0,560	0	1,299	0	5
	25	TAMC	5,560	5	2,684	3	15
	25	INDEPCA	-1,187	-1,000	2,479	-13,178	0,429
		% EXEC	78,4%				
		% AFILIA	13,2%				
		% INDEP	8,4%				

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

**Quadro 5.9 – Características dos Conselho de Administração das Empresas Não Cotadas (2003)**

Ano	Obs.	Categoria	Média	Mediana	Desv. Padrão	Mínimo	Máximo
2003	25	EXEC	4,280	4	1,537	2	7
	25	AFILIA	0,960	0	2,010	0	8
	25	INDEP	0,560	0	1,299	0	5
	25	TAMC	5,800	5	2,653	3	15
	25	INDEPCA	-1,068	-1,000	1,824	-9,801	0,429
		% EXEC	80,0%				
		% AFILIA	11,6%				
		% INDEP	8,4%				

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

O quadro 5.7 evidencia que, em 2001, em termos de representação no conselho de administração, os directores executivos (77,2%) estão em superioridade, seguidos dos directores “afiliados” (14,4%) e, por último, dos directores independentes (8,4%). O mesmo se verificou nos anos de 2002 e 2003.

Os principais códigos de governo das sociedades preconizam a existência de um número elevado de directores não executivos - independentes - com capacidade para arbitrar sobre assuntos que envolvam potencial conflito de interesses entre as partes envolvidas. No entanto, a percentagem média de directores independentes é, apenas, de 8,4%. Constata-se, por outro lado, uma subida na percentagem média de directores executivos, embora pouco significativa.

Os conselhos de administração das empresas não cotadas têm, em média, 5 membros, como se pode aferir pela análise dos quadros 5.7, 5.8 e 5.9. Os conselhos de administração destas empresas têm no mínimo 3 membros e no máximo 15 membros. A este respeito importa lembrar que o Código das Sociedades Comerciais (D.L. n.º 262/86, de 2 de Setembro) define que os conselhos de administração devem ser compostos por um número ímpar, no mínimo, com três membros. Desta forma, é racional supor que as empresas que adoptam um conselho com apenas três membros o fazem, essencialmente, para acatar a lei. Em nossa opinião, estes conselhos têm menor probabilidade de terem um trabalho efectivo, pois dificilmente um número tão pequeno de pessoas consegue realizar um conjunto variado de papéis como os atribuídos aos conselhos de administração das grandes empresas.

*Quadro 5.10 – Percentagem de empresas não cotadas em que existe a separação entre os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO*

Ano	2001	2002	2003
% de empresas que separam os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO	12%	12%	12%

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

Da análise do quadro 5.10 conclui-se que a percentagem média de empresas onde existe a separação entre as funções de presidente do conselho de administração e de CEO é de apenas 12%.

Quanto à remuneração dos membros executivos do conselho de administração, dado não existirem empresas não cotadas que remuneram os membros do conselho de administração em mais de 30% dos resultados da sociedade, procedemos somente à distinção entre as empresas que remuneram e as que não remuneram os membros executivos em função dos resultados da sociedade.

*Quadro 5.11 – Percentagem de empresas não cotadas que remuneram os membros executivos do Conselho de Administração em função dos resultados da sociedade*

Ano	2001	2002	2003
% de empresas que remuneram os membros executivos do Conselho de Administração em função dos resultados.	16%	16%	16%

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

Ao analisarmos o quadro 5.11 concluímos que, em média, apenas 16% das empresas atribuem remunerações variáveis aos membros executivos do conselho de administração. Esta percentagem manteve-se constante ao longo dos três anos em análise.

### 5.3 Análise bivariada

Nesta subsecção serão apresentados e discutidos os resultados da análise bivariada para o período analisado.

### 5.3.1 Empresas Cotadas

No quadro 5.12 apresentamos a matriz de correlações entre as variáveis quantitativas seleccionadas neste estudo, relacionadas com os conselhos de administração e o desempenho das empresas portuguesas. Para analisar tais relações, utilizamos o *coeficiente de correlação R de Pearson*. Excluimos desta matriz as variáveis relacionadas com os conselhos de administração de carácter qualitativo (PRECEO e REMR). Dado que o número de observações recolhido para cada variável é superior a trinta, poderemos assumir a hipótese da normalidade para todas as distribuições.

**Quadro 5.12 – Matriz de correlações entre as variáveis relacionadas com os Conselhos de Administração e as variáveis de desempenho (amostra de 78 observações / 26 empresas cotadas, relativas ao período de 2001-2003)**

	TAMC	INDEPCA	VEN/ACT	ROA_1	ROA_2	ROE
<b>TAMC</b>	1					
Sig.(2-tailed)						
<b>INDEPCA</b>	0,046	1				
Sig.(2-tailed)	0,688					
<b>VEN/ACT</b>	<b>-0,242(*)</b>	-0,150	1			
Sig.(2-tailed)	<b>0,033</b>	0,190				
<b>ROA_1</b>	-0,085	-0,074	0,159	1		
Sig.(2-tailed)	0,461	0,522	0,164			
<b>ROA_2</b>	0,012	<b>-0,298(**)</b>	0,185	<b>0,895(**)</b>	1	
Sig.(2-tailed)	0,918	<b>0,008</b>	0,104	<b>0,000</b>		
<b>ROE</b>	0,102	<b>-,277(*)</b>	0,092	<b>0,580(**)</b>	<b>0,724(**)</b>	1
Sig.(2-tailed)	0,375	<b>0,014</b>	0,422	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>	

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Nota: As correlações significativas até ao nível de 5% estão a negrito.

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

Da análise desta matriz podemos concluir que seis dos coeficientes estimados apresentam correlações estatisticamente significativas. É o que acontece entre as variáveis TAMC e VEN/ACT, entre as variáveis INDEPCA e ROE e entre as variáveis INDEPCA e ROA\_2, todas com nível de significância de 5%. As variáveis ROA\_1 e ROA\_2, ROA\_1 e ROE, e ROE e ROA\_2 evidenciam um coeficiente de correlação mais elevado ( $p < 0,01$ ). Neste caso, o maior nível de correlação pode ser justificado pelo facto das diferentes variáveis serem representativas do mesmo atributo: o desempenho

da empresa. Os valores dos níveis de correlação constatados permitem concluir que, em princípio, não devem existir problemas de multicolinearidade entre as variáveis.

As três correlações negativas permitem-nos tirar algumas conclusões:

- a) quanto maior a independência do conselho de administração (INDEPCA) menor o desempenho da empresa (como se pode observar pelos valores das variáveis ROE e ROA\_2). Isto contraria a hipótese de que a independência do conselho de administração é benéfica para as empresas;
- b) quanto maior o tamanho do conselho de administração (TAMC), menor o rácio vendas sobre o activo total (VEN/ACT), o que parece sustentar a hipótese de que conselhos demasiado grandes são menos benéficos para as empresas.

Para analisar o grau de associação entre as variáveis qualitativas PRECEO e REMR utilizou-se o teste de independência do Qui-Quadrado ou de *Pearson* e cujas hipóteses são:

- H<sub>0</sub>: As variáveis são independentes;
- H<sub>1</sub>: Existe relação entre as variáveis PRECEO e REMR.

A estatística deste teste é dada por:

$$\chi^2 = \sum_i \sum_j \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}} \sim \chi^2_{(r-1)(c-1)},^{52}$$

**Quadro 5.13 – Estatística do teste Qui-Quadrado**

	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	9,046 <sup>b</sup>	1	0,003		
Continuity Correction <sup>a</sup>	7,212	1	0,007		
Fisher's Exact Test				0,007	0,004
N of Valid Cases	78				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 1 cells (25,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 4,33.

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

<sup>52</sup> Neste caso O<sub>i</sub> representa a frequência absoluta observada, E<sub>i</sub> representa a frequência absoluta esperada, r o número de linhas e c o número de colunas.



O quadro 5.13 mostra que o valor do teste é igual a 7,212, com nível de significância de 1% ( $p < 0,01$ ), pelo que se rejeita a hipótese de que as variáveis PRECEO e REMR são independentes. No entanto, como a nota de rodapé (b) do quadro 5.13 indica que pelo menos 25% das células têm frequência esperada inferior a 5, neste caso o teste Qui-Quadrado não pode ser aplicado com rigor.<sup>53</sup> A alternativa é analisar, por exemplo, o teste de *Fisher* que, ao contrário do teste do Qui-Quadrado, não tem restrições à sua utilização em tabelas 2 x 2. A análise da sua significância mostra que os resultados não contradizem os anteriores.

Atendendo a que existe uma relação de dependência entre PRECEO e REMR, sabendo-se o comportamento de uma delas pode prever-se o comportamento da outra e deste modo, analisar-se o grau de associação existente entre ambas. O teste Qui-Quadrado apenas informa se existe independência entre as variáveis mas nada diz sobre o grau de associação existente, pelo que é necessário utilizar medidas de associação. Neste caso aplica-se o coeficiente *V* de *Cramer*<sup>54</sup>, cujo resultado indica que existe uma associação moderada entre as duas variáveis (*Cramer's V* = 0,341;  $p < 0,01$ ).

Finalmente, procuramos analisar um conjunto de variáveis quantitativas relacionadas entre si, numa variável dicotómica, através da utilização de testes *t* simultâneos. Trata-se de um teste paramétrico que compara as médias de dois grupos de sujeitos no mesmo grupo de variáveis, de forma a detectar a existência de diferenças entre estes.<sup>55</sup>

Deste modo, realizamos um teste *t* simultâneo que procura comparar o tamanho e o grau de independência dos conselhos de administração entre as empresas em que existe a separação entre as funções de CEO e de Presidente do Conselho de Administração e as empresas que não fazem a separação entre aquelas funções.

---

<sup>53</sup> Este teste só é aplicado com rigor quando: (1)  $N > 20$ ; (2) nenhuma célula da tabela tenha frequência esperada inferior a 1 e (3) que não mais que 20% das células tenham frequência esperada inferior a 5.

<sup>54</sup> O coeficiente *V* de *Cramer* é dado pela expressão:  $\sqrt{\frac{\chi^2}{n(q-1)}}$ .

<sup>55</sup> Efectuamos um segundo teste, que procurou comparar o tamanho e o grau de independência dos conselhos de administração entre as empresas que remuneram os membros executivos em função dos resultados obtidos e as empresas que não remuneram os membros executivos em função dos resultados, que não conduziu a resultados estatisticamente significativos, motivo pelo qual não apresentamos neste trabalho esses resultados.

As variáveis TAMC e grau de independência dos conselhos de administração (INDEPCA) são variáveis quantitativas e a variável PRECEO é uma variável dicotómica. As hipóteses deste teste são:

- H<sub>0</sub>: Não existe diferenciação entre o tamanho médio das empresas em que existe a separação das funções de CEO e de Presidente do Conselho de Administração e as empresas que não fazem a separação entre aquelas funções;
- H<sub>1</sub>: Existe diferenciação entre o tamanho médio das empresas em que existe a separação das funções de CEO e de Presidente do Conselho de Administração e as empresas que não fazem a separação entre aquelas funções.
- H<sub>0</sub>: Não existe diferenciação entre o grau de independência média das empresas em que existe a separação das funções de CEO e de Presidente do Conselho de Administração e as empresas que não fazem a separação entre aquelas funções;
- H<sub>1</sub>: Existe diferenciação entre o grau de independência média das empresas em que existe a separação das funções de CEO e de Presidente do Conselho de Administração e as empresas que não fazem a separação entre aquelas funções;

A inferência da relação observada na amostra sobre as médias é feita através do teste *t*, enquanto que a inferência sobre as dispersões é feita através do teste de *Levene* para a igualdade das variâncias. O teste *t* leva à não rejeição da hipótese nula quando a diferença (ou *mean difference*) nas médias dos dois grupos é zero.<sup>56</sup>

**Quadro 5.14 – Médias, desvios padrões e estimativas do erro amostral  
(amostra de 78 observações / 26 empresas cotadas, relativas ao período de 2001-2003)**

	PRECEO	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
INDEPCA	1	26	-0.389	0,2794	0,0548
	0	52	-0.627	0,3055	0,0424
TAMC	1	26	7.23	2.550	0,500
	0	52	7.12	2.357	0,327

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

---

<sup>56</sup> Para se obter cada intervalo de confiança a 95% para cada grupo, dividiu-se o nível de significância de 0,05 pelo número de testes a realizar, neste caso  $0,05/2 = 0,025$ . Deste modo, o valor do intervalo de confiança a pedir ao SPSS é de  $1-0,025 = 0,975$ , ou seja, 97,5%.

**Quadro 5.15 – Testes T simultâneos**  
(amostra de 78 observações / 26 empresas cotadas, relativas ao período de 2001-2003)

		Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Differ.	Std. Error Differ.	97,5% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
INDEPCA	Equal variances assumed	1,394	0,241	3,345	76	0,001	0,239	0,071	0,0756	0,4020
	Equal variances not assumed			3,447	54,296	0,001	0,239	0,069	0,0791	0,3985
TAMC	Equal variances assumed	0,000	0,987	0,198	76	0,843	0,115	0,582	-1,215	1,446
	Equal variances not assumed			0,193	46,732	0,848	0,115	0,597	-1,268	1,499

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

Observando o quadro 5.15 verificamos que, relativamente à variável INDEPCA, o nível de significância do teste de *Levene* é de 0,241, valor superior a qualquer que seja  $p$  (0,01; 0,05; 0,10), pelo que se aceita a hipótese da igualdade das variâncias. A expressão do teste *t* para médias quando as variâncias são iguais é 3,345. Dado que o valor do obtido pertence à região crítica, rejeita-se a hipótese nula<sup>57</sup>. Esta conclusão é confirmada pela observação do nível de significância do teste *t*, igual  $0,001 \times 2$ , para  $p = 0,05$ .

Deste modo, pode concluir-se que, em média, quando existe a separação entre as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO, o grau de independência do conselho de administração é maior (-38,9%) do que no caso em que não existe separação entre aquelas funções (-62,7%), sendo a diferença de 0,115 estatisticamente significativa. Este facto comprova a hipótese de que um conselho independente tende a indicar como presidente do conselho de administração uma pessoa que não seja o CEO da empresa.

Quanto ao TAMC, a diferença de 0,115, observada entre as empresas que separam e as que não separam as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO, não é estatisticamente significativa ( $t_{\text{Equal variances assumed}} = 0,198$ ;  $\alpha = 0,843$ ). O intervalo de confiança a 95% para a diferença das médias está compreendido entre -1,215 e

<sup>57</sup> Consultando a tabela das distribuições *t* ou normal, para infinitos graus de liberdade e para  $\alpha = 0,05$ , obtêm-se as seguintes regiões críticas e de aceitação: RC = ]-∞; -1,96] U [1,96; +∞[ e RA = ]-1,96; 1,96[

1,446, pelo que inclui o zero, concluindo-se igualmente pela não rejeição da hipótese nula.

### 5.3.2 Empresas Não Cotadas

No quadro 5.16 apresenta-se a matriz de correlações entre as variáveis de relacionadas com os conselhos de administração e o desempenho das empresas não cotadas portuguesas seleccionadas nesta amostra.

**Quadro 5.16 – Matriz de correlações entre as variáveis relacionadas com os Conselhos de Administração e as variáveis de desempenho (amostra de 75 observações / 25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003)**

	TAMC	INDEPCA	VEN/ACT	ROA_1	ROA_2	ROE
<b>TAMC</b>	1					
Sig.(2-tailed)						
<b>INDEPCA</b>	0,194	1				
Sig.(2-tailed)	0,095					
<b>VEN/ACT</b>	0,082	-0,163	1			
Sig.(2-tailed)	0,486	0,163				
<b>ROA_1</b>	0,198	-0,002	0,193	1		
Sig.(2-tailed)	0,088	0,983	0,098			
<b>ROA_2</b>	0,071	-0,124	<b>0,361(**)</b>	<b>0,870(**)</b>	1	
Sig.(2-tailed)	0,547	0,288	<b>0,001</b>	<b>0,000</b>		
<b>ROE</b>	0,057	-0,056	0,003	0,070	0,086	1
Sig.(2-tailed)	0,628	0,636	0,979	0,553	0,465	

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

Ao observarmos esta matriz constata-se que existem correlações estatisticamente significativas ( $p < 0,01$ ) entre as variáveis VEN/ACT e ROA\_2 e as variáveis ROA\_1 e ROA\_2. O coeficiente de correlação existente entre estas variáveis é justificado pelo facto das diferentes variáveis serem representativas do mesmo atributo: o desempenho das empresas.

O teste de independência do Qui-quadrado na análise do grau de associação entre as variáveis qualitativas PRECEO e REMR é apresentado no quadro 5.17. As hipóteses deste teste são análogas às definidas para a amostra das empresas cotadas.

**Quadro 5.17 – Estatística do teste Qui-Quadrado**

	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	19,535 <sup>b</sup>	1	0,000		
Continuity Correction <sup>a</sup>	15,486	1	0,000		
Fisher's Exact Test				0,000	0,000
N of Valid Cases	75				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 1 cells (25,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,44.

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

Observando o nível de significância associado ao teste do Qui-Quadrado ( $p < 0,01$ ), rejeita-se a hipótese de independência das variáveis PRECEO e REMR. O mesmo se pode concluir dado que o valor do teste (15,486) se encontra na região crítica ou de rejeição da hipótese nula. Constate-se ainda que a nota de rodapé (b) indica que pelo menos 25% das células têm frequência esperada inferior a 5, pelo que nesta situação o teste do Qui-Quadrado não pode ser aplicado com rigor. Complementarmente, o teste de *Fisher* corrobora os resultados anteriores, como se pode observar pela análise da sua significância ( $p < 0,01$ ). Para terminar, procuramos analisar o nível de associação entre aquelas duas variáveis, utilizando para isso o coeficiente *V* de *Cramer*. Os valores deste teste evidenciam uma associação moderada entre as duas variáveis (*V* de *Cramer* = 0,510), com um nível de significância estatística de 1%.

**Quadro 5.18 – Frequências observadas e esperadas**

			REMR		Total
			0	1	
PRECEO	0	Count	60	6	66
		Expected Count	55.4	10.6	66.0
		% within PRECEO	90.9%	9.1%	100.0%
		% within REMR	95.2%	50.0%	88.0%
	1	Count	3	6	9
		Expected Count	7.6	1.4	9.0
		% within PRECEO	33.3%	66.7%	100.0%
		% within REMR	4.8%	50.0%	12.0%
Total		Count	63	12	75
		Expected Count	63.0	12.0	75.0
		% within PRECEO	84.0%	16.0%	100.0%
		% within REMR	100.0%	100.0%	100.0%

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

Pela análise do quadro 5.18, observa-se que as empresas que separam as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO tendem a remunerar os membros executivos em função dos resultados da sociedade (66,7%).

Finalmente, procedeu-se à análise do grau de associação entre variáveis quantitativas e variáveis qualitativas através da utilização de testes *t* simultâneos. Para esta amostra, realizamos dois testes *t* simultâneos: o primeiro, procura testar as mesmas hipóteses testadas relativamente às empresas cotadas. O segundo teste procura comparar o tamanho e o grau de independência dos conselhos de administração entre as empresas que remuneram os membros executivos em função dos resultados da sociedade e as empresas que não remuneram os membros executivos em função dos resultados.

Teste *t* simultâneo 1:

As hipóteses deste teste são as mesmas aplicadas às empresas cotadas (ver pp. 99).

**Quadro 5.19 – Médias, desvios padrões e estimativas do erro amostral  
(amostra de 75 observações / 25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003)**

	PRECEO	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
TAMC	1	9	9.67	4.359	1,453
	0	66	5.15	1.833	0,226
INDEPCA	1	9	-0.2815	0,165	0,055
	0	66	-1.2607	2,428	0,299

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

**Quadro 5.20 – Testes *T* simultâneos  
(amostra de 75 observações / 25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003)**

		Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Differ.	Std. Error Differ.	97,5% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
TAMC	Equal variances assumed	19,853	0,000	5,640	73	0,000	4,515	0,800	2,683	6,347
	Equal variances not assumed			3,071	8,390	0,014	4,515	1,470	0,511	8,520
INDEPCA	Equal variances assumed	1,250	0,267	1,203	73	0,233	0,979	0,814	-0,884	2,843
	Equal variances not assumed			3,223	68,829	0,002	0,979	0,304	0,283	1,675

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

Pela observação do quadro 5.20 verificamos que relativamente à variável TAMC, a diferença de 4,515, observada entre as empresas que separam e as que não separam as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO, é estatisticamente significativa ( $t_{\text{Equal variances not assumed}} = 3,071$ ;  $\alpha = 0,014 \times 2$ ). Esta conclusão é confirmada pelo intervalo de confiança a 95%, compreendido entre 0,511 e 8,520, que como se pode observar não inclui o zero, concluindo-se igualmente pela rejeição da hipótese nula. Perante a evidência dos resultados podemos concluir que, em média, quando existe a separação entre as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO maior o tamanho dos conselhos de administração, como se pode observar no quadro 5.19. Isto reforça a hipótese que as empresas em que não possuem fortes accionistas controladores (com maior probabilidade de ocuparem em simultâneo as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO) tem tendência a ter conselhos de administração maiores.

Quanto à variável INDEPCA, a diferença de 0,979, observada entre as empresas que separam e as que não separam as funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO, não é estatisticamente significativa ( $t_{\text{Equal variances assumed}} = 1,203$ ;  $\alpha = 0,233$ ). O intervalo de confiança a 95% para a diferença das médias está compreendido entre -0,884 e 2,843, pelo que inclui o zero, concluindo-se igualmente pela não rejeição da hipótese nula.

#### Teste t simultâneo 2:

As variáveis TAMC e grau de independência dos conselhos de administração (INDEPCA) são variáveis quantitativas e a variável REMR é uma variável dicotómica. As hipóteses deste teste são:

- $H_0$ : Não existe diferenciação entre o tamanho médio das empresas que remuneraram os membros executivos em função dos resultados da sociedade e aquelas em que não remuneraram em função dos resultados;
- $H_1$ : Existe diferenciação entre o tamanho médio das empresas que remuneraram os membros executivos em função dos resultados da sociedade e aquelas em que não remuneraram em função dos resultados;

- H<sub>0</sub>: Não existe diferenciação entre o grau de independência média das empresas que remuneraram os membros executivos em função dos resultados da sociedade e aquelas em que não remuneraram em função dos resultados;
- H<sub>1</sub>: Existe diferenciação entre o grau de independência média das empresas em que remuneraram os membros executivos em função dos resultados da sociedade e aquelas em que não remuneraram em função dos resultados.

Podemos observar os resultados deste teste nos quadros 5.21 e 5.22 que a seguir se apresentam.

**Quadro 5.21 – Médias, desvios padrões e estimativas do erro amostral (amostra de 75 observações / 25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003)**

	REMR	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
TAMC	1	12	9.00	3.908	1,128
	0	63	5.06	1.831	0,231
INDEPCA	1	12	-0.087	0,330	0,098
	0	63	-1.344	2,455	0,309

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

**Quadro 5.22 – Testes T simultâneos (amostra de 75 observações / 25 empresas não cotadas, relativas ao período de 2001-2003)**

		Levene's Test for Equality of Variance		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Differ.	Std. Error Differ.	97,5% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
TAMC	Equal variances assumed	13,787	0,000	5,509	73	0,000	3,937	0,715	2,301	5,572
	Equal variances not assumed			3,419	11,935	0,005	3,937	1,151	0,986	6,887
INDEPCA	Equal variances assumed	1,384	0,243	1,761	73	0,082	1,257	1,257	0,714	2,891
	Equal variances not assumed			3,874	71,048	0,000	1,257	1,257	0,324	2,000

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)

Consultando o quadro 5.22, verificamos que relativamente à variável TAMC, a diferença de 3,937 observada entre as empresas que remuneraram e as que não remuneraram os directores executivos em função dos resultados da sociedade é



estatisticamente significativa ( $t_{\text{Equal variances not assumed}} = 3,419; \alpha = 0,005 \times 2$ ). O intervalo de confiança a 95% para a diferença das médias está compreendido entre 0,986 e 6,887, pelo que não inclui o zero, concluindo-se igualmente pela rejeição da hipótese nula. Estas evidências sugerem que as empresas que remuneraram os membros executivos em função dos resultados da sociedade tendem a ter conselhos de administração maiores (veja-se o quadro 5.21). Ou seja, o tamanho médio amostral das empresas que remuneraram os directores executivos em função dos resultados da sociedade e das empresas que não remuneraram os directores executivos em função dos resultados é respectivamente de 9,0 e 5,06 membros.

Quanto à INDEPCA, a expressão do teste  $t$  para médias quando as variâncias são iguais é 1,761. O valor de  $t$  obtido pertence à região de aceitação da hipótese nula. Esta conclusão é confirmada pela observação do nível de significância do teste  $t$ , igual  $0,082 \times 2$ .

#### **5.4 Análise Multivariada: relação entre os Conselhos de Administração e o Desempenho das Empresas**

À semelhança do que foi realizado por outros autores, como Silveira (2002), para o caso brasileiro, iremos utilizar um modelo de regressão linear múltipla. Desta forma, a adopção de uma metodologia análoga à utilizada por outros autores facilita a comparação dos resultados com os de trabalhos empíricos realizados noutros países com realidades empresariais diferentes. Para cada um dos três anos estudados foram efectuadas regressões, pelo método *stepwise*. Este modelo analisa a significância de cada variável que entra no modelo de regressão e elimina as variáveis que não tenham capacidade explicativa significativa.

##### **5.4.1 Empresas Cotadas**

Quanto às empresas cotadas, os resultados obtidos através dos modelos de regressão linear foram os que se apresentam nos quadros 5.23 e 5.24, a seguir:

**Quadro 5.23 – Relação entre o Desempenho das Empresas e os Conselhos de Administração (amostra de 78 observações / 26 empresas cotadas relativas ao período de 2001-2003)**

Variável dependente	Variável explicativa	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	T	Sig.
		B	Erro padrão	Beta		
VEN/ACT	LOG(TAMC) <sup>2</sup>	-0,391	0,195	-0,224	-2,001	0,049
	R-Quadrado		0,050	Prob (estatística F)		0,049
	R-Quadrado ajustado		0,038			
ROA_1	REMR	0,045	0,019	0,255	2,400	0,019
	D_CCIV	-0,062	0,022	-0,338	-2,845	0,006
	INDEPCA	-0,052	0,025	-0,247	-2,084	0,041
	R-Quadrado		0,171	Prob (estatística F)		0,003
	R-Quadrado ajustado		0,138			
ROA_2	D_SERV	-0,100	0,023	-0,414	-0,4,319	0,000
	REMR	0,072	0,022	0,307	3,243	0,002
	INDEPCA	-0,117	0,029	-0,420	-3,986	0,000
	D_CCIV	-0,062	0,026	-0,255	-2,381	0,020
	R-Quadrado		0,357	Prob (estatística F)		0,000
R-Quadrado ajustado		0,322				
ROE	INDEPCA	-1,334	0,476	-0,300	-2,806	0,006
	LOG(VEN)	0,613	0,243	0,269	2,519	0,014
	R-Quadrado		0,149	Prob (estatística F)		0,002
R-Quadrado ajustado		0,126				

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

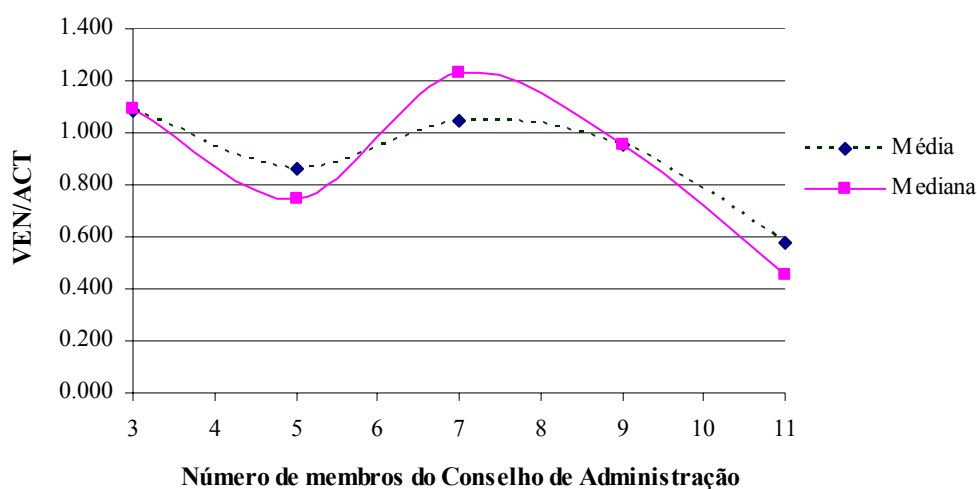
Contrariando a hipótese de que a conselhos de administração independentes tendem a criar mais valor para as empresas, a variável de independência do conselho (INDEPCA) mostrou-se negativamente correlacionada com o desempenho financeiro da empresa, medido pelas variáveis ROA\_1, ROA\_2 e ROE, com significância estatística respectivamente de 5% e 1%, como se pode observar no quadro 5.23.

O resultado mais notável que se observa é o efeito positivo que tem a variável remuneração vinculada ao resultado (REMR) sobre o desempenho das empresas. Com efeito, esta variável apresenta uma correlação positiva contra a variável de desempenho ROA\_1 e ROA\_2, com significância estatística de 5% e 1%, respectivamente. Este resultado indica que as empresas que remuneraram os membros executivos em função dos resultados da sociedade, em percentagem superior a 30% do total, obtiveram, em média,

melhor desempenho no período entre 2001 e 2003, corroborando as recomendações da CMVM.

Outro resultado importante foi o obtido pela variável explicativa tamanho do conselho (TAMC) que apresenta uma correlação negativa contra a variável VEN/ACT, com significância estatística de 5%. Esta variável apresenta um comportamento, correspondente a uma das hipóteses apontadas, que sugere a existência de um tamanho óptimo para o conselho de administração. Foi construído um gráfico (gráfico 5.1) para visualizar a relação entre as duas variáveis, obtendo-se uma faixa óptima de cinco a nove membros, com o valor máximo da variável VEN/ACT corresponder a um conselho com 7 membros, em média. Por fim, a variável PRECEO não evidencia relação estatisticamente significativa contra as variáveis de desempenho.

**Gráfico 5.1 – Relação entre as variáveis: TAMC e VEN/ACT**



Fonte: Dados da pesquisa (2005)

A validade dos modelos foi estimada por meio dos testes de heterocedasticidade de White, da independência de *Durbin-Watson*, da normalidade dos resíduos de *Kolmogorov-Smirnov* e do teste de multicolinearidade entre as variáveis independentes, cujos resultados estão evidenciados no quadro 5.24.

Analisaram-se, ainda, as observações extremas (*outliers*) que exercem influência nos coeficientes estimados das regressões por meio da análise dos resíduos *studentized* e *studentized deleted* e da distância de *Cook*. Desta forma, foram realizadas regressões

para todos os casos, excluindo as observações extremas. As principais conclusões mantiveram-se em todos os modelos, com e sem observações extremas.

**Quadro 5.24 – Testes aos modelos estimados (empresas cotadas)**

Variável dependente	Variável explicativa	Teste de multicolinearidade VIF	Teste de Independência Durbin – Watson	Teste de Normalidade Kolmorov-Smirnov	Teste de Heterocedasticidade White <sup>58</sup>
VEN/ACT	LOG(TAMC) <sup>2</sup>	1,000	1,754	0,478	0,012235
ROA_1	REMR	1,011	1,816	0,427	0,003385
	D_CCIV	1,261			
	INDEPCA	1,258			
ROA_2	D_SERV	1,043	2,057	0,284	0,000156
	REMR	1,018			
	INDEPCA	1,260			
	D CCIV	1,301			
ROE	D_SERV	1,007	1,980	0,000	0,429393
	INDEPCA	1,007			

Nota: os valores do teste de normalidade e do teste de heterocedasticidade traduzem o p-value.

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

Os testes da independência de *Durbin-Watson* não rejeitam a hipótese nula da independência dos resíduos (o valor da probabilidade estatística aproxima-se de 2). Os modelos não apresentam problemas de multicolinearidade, dado não existir nenhum VIF (*variance inflation factor*) superior a 10<sup>59</sup>, como se pode observar no quadro 5.24. Quer isto dizer que as variáveis explicativas são linearmente independentes.

O teste de *kolmogorov-Smirnov* foi utilizado para averiguar se os resíduos seguem ou não distribuição normal. Os testes de significâncias observados permitem, para as variáveis de desempenho VEN/ACT, ROA\_1 e ROA\_2 ( $p > 0,05$ ), não rejeitar a hipótese dos resíduos seguirem uma distribuição normal. O mesmo não acontece com a variável ROE que apresenta uma significância inferior a 0,05, rejeitando-se a hipótese

<sup>58</sup> Os três primeiros modelos apresentam uma qualidade estatística inadequada, pois os testes da heterocedasticidade de White rejeitam a hipótese nula da homocedasticidade dos dados (os valores da probabilidade são inferiores a 0,05). Esta dificuldade não afecta no entanto os resultados obtidos, conforme comprovado pela análise das observações extremas, que apresentaram testes de heterocedasticidade superiores a 5% (nomeadamente, a probabilidade estatística da regressão entre a variável ROA e as variáveis explicativas é igual a 0,47). Por fim, o último modelo (em que a ROE é variável dependente) apresenta um resultado aceitável, com probabilidade estatística é igual a 0,43, não rejeitando a hipótese nula da homocedasticidade.

<sup>59</sup> Quando mais próxima de 0 estiver VIF, menor será a multicolinearidade. O valor considerado como limite acima do qual existe multicolinearidade é 10.

nula da normalidade dos resíduos. Contudo, a análise das observações extremas (*outliers*) permitiu obter um modelo que, sem alterar os resultados anteriormente obtidos, apresenta um nível de significância do teste de *kolmogorov-Smirnov* superior a 5%, confirmando-se a qualidade estatística do modelo.

#### 5.4.2 Empresas Não Cotadas

Os quadros 5.25 e 5.26 evidenciam os resultados obtidos através dos modelos de regressão linear para as empresas não cotadas.

**Quadro 5.25 – Relação entre o Desempenho das Empresas e os Conselhos de Administração (amostra de 75 observações / 25 empresas não cotadas relativas ao período de 2001-2003)**

Variável dependente	Variável explicativa	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro padrão	Beta		
VEN/ACT	D_TELEC	-0,691	0,129	-0,552	-5,343	0,000
	PRECEO	0,434	0,186	0,241	2,337	0,022
	R-Quadrado		0,290		Prob (estatística F)	0,000
	R-Quadrado ajustado		0,270			
ROA_1	D_NMET	0,068	0,022	0,345	3,116	0,003
	LOG(TAMC) <sup>2</sup>	0,081	0,032	0,279	2,520	0,014
	R-Quadrado		0,156		Prob (estatística F)	0,002
	R-Quadrado ajustado		0,132			
ROA_2	DIV	-0,099	0,028	0,382	-3,567	0,001
	REMR	0,032	0,018	0,190	1,778	0,080
	R-Quadrado		0,176		Prob (estatística F)	0,001
	R-Quadrado ajustado		0,153			
ROE	PRECEO	-1,316	0,399	-0,420	-3,300	0,002
	REMR	0,794	0,354	0,286	2,246	0,028
	R-Quadrado		0,136		Prob (estatística F)	0,005
	R-Quadrado ajustado		0,112			

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

A análise do quadro 5.25 revela que as quatro variáveis de desempenho financeiro apresentam modelos estatisticamente significativos. Uma vez mais, a variável remuneração vinculada ao resultado da empresa (REMR) mostrou-se positivamente

correlacionada com a rendibilidade do activo assente no resultado operacional (ROA\_2) e com a rendibilidade dos capitais próprios (ROE), no nível de significância de 10% e 5%, respectivamente. Em ambos os casos, os resultados indicam que as empresas que remuneraram os membros executivos em função dos resultados da sociedade obtiveram, em média, maior desempenho no período, corroborando a recomendação da CMVM sobre este assunto.

Outro resultado importante foi o obtido pela variável Presidente do Conselho de Administração e CEO (PRECEO) que evidencia uma correlação positiva contra a variável de desempenho VEN/ACT, com significância estatística de 5%. Desta forma, os resultados indicam que a separação dos cargos de presidente do conselho de administração e de CEO é benéfica para as empresas. Trata-se de um resultado que aparece em diversas estimações realizadas, com e sem observações extremas<sup>60</sup>, com um nível de confiança significativo, com excepção do último modelo que utiliza a variável dependente ROE (este modelo mostrou-se, no entanto, inadequado, como mostraremos adiante, pelo que o resultado obtido não é alterado). Com relação ao tamanho do conselho, obteve-se uma correlação positiva significativa (probabilidade de 5%) com a variável de desempenho ROA\_1, contrariando a expectativa da existência de um tamanho óptimo para o conselho de administração. Assinale-se, ainda, que a percentagem de directores independentes que compõe os conselhos de administração das empresas não cotadas portuguesas é relativamente baixa (8,4%, em média), facto que poderá justificar a falta de relação estatística significativa entre a variável independência do conselho de administração (INDEPCA) e as variáveis de desempenho.

A validade dos modelos foi avaliada por meio dos testes de heterocedasticidade de White, da independência de *Durbin-Watson*, da normalidade dos resíduos de *Kolmogorov-Smirnov* e do teste de multicolinearidade entre as variáveis independentes, cujos resultados são apresentados no quadro 5.26.

---

<sup>60</sup> Com efeito, na regressão, sem observações extremas, entre a variável dependente ROA\_1 e as variáveis de explicativas, a variável PRECEO apresenta uma correlação positiva com nível de significância de 5%.

Do mesmo modo, analisaram-se as observações extremas (*outliers*) que exercem influência nos coeficientes estimados das regressões por meio da análise dos resíduos *studentized* e *studentized deleted* e da distância de *Cook*. Desta forma, foram realizadas regressões para todos os casos, excluindo as observações extremas. As principais conclusões mantiveram-se em todos os modelos, com e sem observações extremas.

**Quadro 5.26 – Testes aos modelos estimados (empresas não cotadas)**

Variável dependente	Variável explicativa	Teste de multicolinearidade VIF	Teste de Independência Durbin – Watson	Teste de Normalidade Kolmorov-Smirnov	Teste de Heterocedasticidade White
VEN/ACT	D_TELEC	1,081	1,983	0,466	<b>0,009747</b>
	PRECEO	1,081			
ROA_1	D_NMET	1,049	2,035	0,953	<b>0,393031</b>
	LOG(TAMC) <sup>2</sup>	1,049			
ROA_2	DIV	1,002	1,984	0,931	<b>0.740183</b>
	REMR	1,002			
ROE	PRECEO	1,352	2,133	0,000	0,031125
	REMR	1,352			

Fonte: Dados da pesquisa (2005)

Como se pode observar no quadro 5.26, o teste da independência de *Durbin-Watson* não rejeita a hipótese nula da independência dos resíduos em nenhum dos modelos estimados. Os modelos não apresentam problemas de multicolinearidade (nenhum VIF é superior a 10).

Para cada modelo estimado obtivemos, ainda, as seguintes conclusões:

- o modelo *VEN/ACT*: o teste da normalidade de *kolmogorov-Smirnov* permite não rejeitar a hipótese dos resíduos seguirem uma distribuição normal ( $p > 0,05$ ). Por fim, embora o teste da heterocedasticidade de *White* rejeite a hipótese nula da homocedasticidade dos dados ( $p < 0,05$ ), este modelo não foi considerado inadequado. Pois foram efectuadas novas regressões, excluindo as observações extremas, que validam todos os pressupostos de um modelo de regressão linear, confirmando a qualidade estatística do modelo.

- os modelos *ROA\_1* e *ROA\_2*: os testes da normalidade de *kolmogorov-Smirnov* permitem não rejeitar a hipótese dos resíduos seguirem uma distribuição normal ( $p >$

0,05). Além disso, os testes da heterocedasticidade de White não rejeitam a hipótese nula da homocedasticidade dos dados ( $p < 0,05$ ). Os diferentes testes permitem confirmar a qualidade estatística dos dois modelos.

- o modelo ROE: este modelo apresenta uma qualidade estatística inadequada, pois o teste da heterocedasticidade de White rejeita a hipótese nula da homocedasticidade dos dados ( $p < 0,05$ ). Foram realizadas novas regressões, excluindo as observações extremas, mas o nível de significância do teste de heterocedasticidade de White foi novamente inadequado. Além disso, o teste da normalidade de *kolmogorov-Smirnov* rejeita a hipótese dos resíduos seguirem uma distribuição normal ( $p < 0,05$ ).

### 5.5 Análise comparativa entre as duas amostras

Os principais resultados obtidos com relação à significância estatística dos coeficientes, das empresas cotadas e das empresas não cotadas, estão resumidos no quadro 5.27.

**Quadro 5.27 – Resumo dos resultados da pesquisa**

		Variáveis dependentes				Sinal esperado de acordo com as hipóteses definidas	Significância Estatística
		VEN/ACT	ROA_1	ROA_2	ROE	H1: relação esperada	H1: relação esperada
Variáveis Independentes (COTADAS)	Log(TAMC)^2	(-5%)				-	Sim
	INDEPCA		(-5%)	(-1%)	(-1%)	+	Não
	PRECEO					+	Não
	REMR		(+5%)	(+1%)		+	Sim
Variáveis Independentes (NÃO COTADAS)	Log(TAMC)^2		(+5%)			-	Sim
	INDEPCA					+	Não
	PRECEO	(+5%)				+	Sim
	REMR			(+5%)	(+5%)	+	Sim

Nota: o sinal entre parêntesis representa o sinal do coeficiente obtido no modelo, enquanto a percentagem significa o nível de significância estatística do coeficiente com base na estatística *t*.

Fonte: Dados da Pesquisa (2005)



Como se pode observar no quadro 5.27, a variável REMR foi a variável relativa aos conselhos de administração que apresentou os resultados mais importantes da pesquisa, para o conjunto das amostras. Esta variável apresenta uma correlação positiva significativa nos níveis de 1% e 5% (valor da probabilidade associado à estatística *t*) contra as variáveis de desempenho ROA\_1, ROA\_2 e ROE no caso das empresas cotadas, e significativa no nível de 5% contra as variáveis de desempenho ROA\_2 e ROE no caso das empresas não cotadas. Os resultados mostraram-se consistentes em todos os casos em que existe significância, principalmente no caso das empresas cotadas, apresentando uma forte evidência de que as empresas que remuneraram os membros executivos em função dos resultados da sociedade evidenciam, em média, melhor desempenho financeiro. Estes resultados corroboram a hipótese de que é saudável para as empresas a adoção da recomendação da CMVM que aconselha que a remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, dependa dos resultados da sociedade. Como resultado, podemos rejeitar a hipótese nula de que a remuneração dos membros executivos em função dos resultados da sociedade (REMR) é irrelevante para o desempenho das empresas, tanto cotadas como não cotadas, assumindo como hipótese 1 da pesquisa.

A variável tamanho do conselho de administração (TAMC) apresentou uma relação quadrática negativa, com nível de significância de 5%, contra a variável de desempenho VEN/ACT no caso das empresas cotadas. Tendo em vista os argumentos de eficiência, flexibilidade, comunicação e coordenação, assim como a maior parte de trabalhos empíricos (hipótese 1), previa-se a existência de uma faixa óptima de cinco a nove membros para o tamanho do conselho, que seria comprovado pela presença de um coeficiente quadrático ( $\text{Log}(\text{TAMC})^2$ ) negativo. Este foi o resultado obtido em todos os modelos com significância estatística contra as variáveis de desempenho, sugerindo que é saudável para as empresas a adoção de um conselho de administração com um número intermédio de membros. O gráfico da relação quadrática do TAMC contra a variável de desempenho VEN/ACT (no caso das empresas cotadas) indicou que as empresas com cinco a nove membros obtiveram, em média, maior desempenho durante o período em análise. No caso das empresas não cotadas, a variável tamanho do conselho de administração obteve uma correlação quadrática positiva significativa (probabilidade de 5%) contra a variável de desempenho ROA\_1, contrariando a

expectativa da existência de um tamanho óptimo para o conselho de administração. Em resumo, as empresas cotadas rejeitam a hipótese nula de irrelevância do TAMC para o desempenho das empresas (assumindo a hipótese 1), enquanto que as empresas não cotadas consideram a variável TAMC irrelevante para o desempenho das empresas, não rejeitando a hipótese nula da pesquisa para o TAMC.

A variável INDEPCA apresentou significância estatística somente no caso das empresas cotadas, embora no sentido oposto a hipótese 1 da pesquisa, sugerindo que as empresas com maior número de membros independentes no conselho de administração (INDEPCA) evidenciam, em média, um desempenho mais fraco. A variável INDEPCA apresenta uma correlação negativa com nível de significância de 5%, 1% e 1%, contra as variáveis de desempenho ROA\_1, ROA\_2 e ROE. Desta forma, pode-se considerar a variável INDEPCA como irrelevante para o desempenho empresarial, não rejeitando a hipótese nula da pesquisa para a INDEPCA.

Por fim, a variável presidente do conselho de administração e CEO (PRECEO) apresenta significância estatística mas apenas no caso das empresas não cotadas. A variável PRECEO apresenta uma relação positiva, com nível de significância de 5%, contra a variável de desempenho VEN/ACT. Os resultados mostraram-se consistentes em todas as regressões realizadas sem observações extremas (*outliers*), apresentando uma forte evidência de que as empresas que separam as funções de presidente do conselho de administração e CEO obtiveram, em média, um melhor desempenho. Este resultado corrobora a hipótese de que a separação entre as funções de presidente do conselho de administração e CEO é saudável para as empresas. Como conclusão, pode-se considerar a variável PRECEO como relevante para o desempenho, rejeitando-se a hipótese nula da pesquisa para a variável PRECEO.

## CAPÍTULO 6 CONCLUSÕES E PROPOSTAS PARA TRABALHOS FUTUROS

### 6.1 Conclusões

Este trabalho procurou analisar o efeito que a composição, o tamanho, a existência de pessoas diferentes no desempenho das funções de presidente do conselho de administração e de CEO e a forma de remuneração dos membros executivos do conselho de administração têm sobre o desempenho das sociedades anónimas portuguesas. Obtivemos uma amostra composta por 51 grandes empresas não financeiras, que se subdividem em duas amostras mais pequenas, uma constituída por 26 empresas cotadas e outra constituída por 25 empresas não cotadas, com dados relativos ao período de 2001 a 2003.

O principal resultado obtido no trabalho revela que, em média, quando a remuneração dos directores executivos está vinculada aos resultados da sociedade o desempenho financeiro das empresas melhora. Os resultados mostraram-se consistentes em todos os casos em que existiu significância, principalmente no caso das empresas cotadas. Estes resultados corroboram a hipótese de que é saudável para as empresas a adopção da recomendação da CMVM que aconselha que a remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, dependa dos resultados da sociedade.

Relativamente a outra das hipóteses da investigação, encontramos evidência empírica sobre o efeito negativo do tamanho do conselho de administração sobre o desempenho das empresas, mas apenas no caso das empresas cotadas. Os argumentos de eficiência, flexibilidade, comunicação e coordenação parecem ter mais importância do que os prováveis benefícios resultantes da supervisão e controlo efectuados por conselhos de administração com mais directores. Além disso, a convexidade que implica uma formulação logarítmica sugere que o efeito negativo do tamanho sobre o desempenho diminui à medida que aumenta o tamanho do conselho. Este resultado vai de encontro ao alcançado no trabalho pioneiro de Yermack (1996) e ressaltado por outros trabalhos mais recentes. No caso das empresas não cotadas, verifica-se uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho das empresas, facto que contraria a expectativa da existência de um tamanho óptimo para o conselho de

administração. Em resumo, as empresas cotadas rejeitam a hipótese nula de irrelevância do tamanho do conselho para o desempenho das empresas, enquanto que as empresas não cotadas consideram a variável tamanho do conselho irrelevante para o desempenho das empresas.

Em terceiro lugar, encontramos uma relação significativa entre a independência do conselho de administração e o desempenho das empresas (no caso das empresas cotadas), embora no sentido oposto à hipótese 1 da pesquisa, sugerindo que as empresas com maior número de membros independentes no conselho de administração apresentam, em média, um desempenho mais fraco. No caso das empresas não cotadas, não encontramos evidência empírica acerca do efeito positivo da independência do conselho de administração. Estes resultados somam-se a alguma indeterminação existente na literatura sobre o efeito da independência dos conselhos de administração no desempenho das empresas. Para obter resultados mais concludentes sobre o efeito da independência do conselho sobre o desempenho, pensamos que seria necessário aclarar a classificação dos membros do conselho de administração, assim como introduzir questões sobre a rotação do conselho.

Por último, a variável presidente do conselho de administração e CEO apresenta significância estatística mas apenas no caso das empresas não cotadas. Os resultados foram consistentes em todas as regressões realizadas, com e sem observações extremas, apresentando uma forte evidência de que as empresas que separam as funções de presidente do conselho de administração e CEO obtiveram, em média, um melhor desempenho. Este resultado corrobora a hipótese de que a separação entre as funções de presidente do conselho de administração e CEO é saudável para as empresas.

## **6.2 Propostas para novos estudos**

Tendo em consideração a importância das práticas de governo das sociedades e as suas implicações para as empresas, são ainda escassos os estudos realizados em Portugal nesta área, pelo que este tema constitui um promissor campo de pesquisa futura.

Novos estudos podem ser realizados, com o objectivo de melhorar a análise sobre a relação entre o governo das sociedades e o desempenho financeiro das empresas. Por exemplo, sugere-se utilizar testes estatísticos alternativos, por exemplo, um modelo de equações simultâneas. Ou, ainda, incluir outras empresas ou utilizar um horizonte temporal diferente do utilizado nesta pesquisa. Uma amostra composta exclusivamente por empresas cotadas poderia permitir a inclusão de variáveis de desempenho de mercado, que neste estudo não foram utilizadas, pela necessidade de ter medidas que nos permitissem comparar empresas cotadas e não cotadas.

Além disso, no contexto português, seria importante que em próximos estudos se analisasse a relação existente entre:

- a composição do conselho de administração e as estratégias adoptadas pelas empresas, já que essas últimas são o resultado das decisões da administração;
- o efeito da composição do conselho na execução de outras tarefas (substituição do CEO, aquisição de outras empresas, criação de novos comités ou outras);
- a alteração da composição do Conselho de Administração e o desempenho das empresas;
- e a relação entre a presença de comités do conselho e o desempenho das empresas.

## BIBLIOGRAFIA

- AGRAWAL, Anup, KNOEBER, Charles (1996), "Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 31, pp. 377-397.
- ALONSO, Pablo, ITURRIAGA, Félix, (2003), "Consejos de administración en la OCDE: tamaño, composición, estructura de comités y eficiencia", Universidad de Valladolid.
- ALVES, Carlos F. (2000), "Deverão os Investidores Institucionais envolver-se no Governo das Sociedades?", *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 8, Agosto, pp. 91-125.
- ALVES, Carlos, MENDES, Victor (2001a), "As Recomendações da CMVM relativas ao Corporate Governance e à Performance das Sociedades", *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 12.
- ALVES, Carlos, MENDES, Victor (2001b), *Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese Case*, Working Paper, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto.
- BARNHART,S.W., ROSENSTEIN,S (1998), "Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis", *The Financial Review*, Vol 33, pp. 1-16.
- BAYSINGER,B.D., BUTLER,H.N. (1985), "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition". *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol 1, pp.101-124.
- BAYSINGER,G.D., HOSKISSON,R.E. (1990), "The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy, *Academy of Management Review*, Vol 15, pp. 72-87.
- BAYSINGER,G.D., KOSNIK,R.D., TURK,T.A. (1991), "Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy, *Academy of Management Review*, Vol 34, pp. 205-214.

- BERLE,A.A., MEANS,G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan. New York. Estados Unidos.
- BECHT, Marco, BOEHMER, E. (1999), *Transparency of ownership and control in Germany*, working paper, <http://ssrn.com/abstract=149774>, acedido em 05/01/04.
- BECHT, Marco, BOLTON, Patrick, ROELL, Ailsa A. (2002), *Corporate Governance and Control*, ECGI - Finance Working Paper N° 02/2002, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=343461](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461), acedido em 04/09/03.
- BHAGAT, Sanjai, BLACK, Bernard (1999), “The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance”, *Business Lawyer*, Vol 54, pp. 921-963.
- BHAGAT, Sanjai, BLACK, Bernard (2000), *Board independence and long term firm performance*, Working paper, Columbia Law School, USA.
- BHAGAT, Sanjai, BLACK, Bernard (2002), “The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance”, *Journal of Corporate Law*, Vol 27, pp. 230-272, [http://ssrn.com/abstract\\_id=133808](http://ssrn.com/abstract_id=133808), acedido em 09/08/04.
- BREALEY,R.A., MYERS,S. (1998), *Princípios de Finanças Empresariais*, (5ª ed.), McGraw-Hill de Portugal, Lisboa, Portugal (pp. 370-376)
- BRICKLEY, James A., COLES, Jeffrey L., JARRELL, Gregg (1997), “Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board”, *Journal of Corporate Finance*, Vol 3 N° 3, pp. 189-220.
- BRICKLEY, James A, COLES, Jeffrey L., TERRY Rory L. (1994), “Outside directors and the adoption of poison pills”, *Journal of Financial Economics*, Vol 35 N° 3, pp. 371-390.
- BYRD,J., HICKMAN,K. (1992), “Do outside directors monitor managers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol 32, pp. 195-222.
- CADBURY REPORT COMMITTEE, (1992), *The financial aspects of corporate governance*, Londres.
- CAEIRO, António, SERENS, Manuel N. (2001), *Código Comercial, Código das Sociedades Comerciais*, (13ª ed.), Livraria Almedina, Coimbra.

- CÂMARA, Paulo (2001), “O Governo das Sociedades em Portugal: uma Introdução”, *Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários*, N.º 12, [http://www.cmvm.pt/legislacao\\_e\\_publicacoes/publicacoes/cadernos/caderno12/gov\\_soc\\_port.pdf](http://www.cmvm.pt/legislacao_e_publicacoes/publicacoes/cadernos/caderno12/gov_soc_port.pdf), acedido em 16/08/04.
- CLAESSENS Stijn, DJANKOV, Simeon, LANG, Larry H.P., (2000), “*The separation of ownership and control in East Asian Corporations*”, *Journal of Financial Economics*, Vol 58 N° 1-2, pp. 81-112.
- CMVM (1999a), “Perspectivas de convergência global dos sistemas de direcção e do controlo das sociedades”, Orador: Melvin A. Eisenberg, XXIV Conferência Anual da Organização Internacional das Comissões de Valores, Estudos e Documentos da CMVM.
- CMVM (1999b), “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/documentos\\_em\\_arquivo/soccot/indice\\_soccot.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/documentos_em_arquivo/soccot/indice_soccot.asp), acedido em 17/08/04.
- CMVM (2000a), “A importância do Corporate Governance - uma perspectiva institucional”, [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/intervencoes/20001123.asp](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/intervencoes/20001123.asp) acedido em 10/02/04.
- CMVM (2000b), “2º Inquérito sobre Práticas relativas ao Governo das Sociedades, nas Empresas Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Bolsa de Valores de Lisboa e Porto”, *Boletim CMVM*, N° 93, pp. 25-39.
- CMVM (2001a), “Estudo sobre a Receptividade das Recomendações emitidas pela CMVM quanto à Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades Cotadas em 2000”, *Boletim CMVM*, N° 100, pp. 17-23.
- CMVM (2001b), “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, Dezembro de 2001”, [http://www.cmvm.pt/recomendacoes\\_e\\_orientacoes/recomendacoes/soccot/indice.asp](http://www.cmvm.pt/recomendacoes_e_orientacoes/recomendacoes/soccot/indice.asp), acedido em 17/08/04.
- CMVM (2001c), “Regulamento da CMVM n.º 07/2001 – Governo das Sociedades Cotadas”, Estudos e Documentos da CMVM, 28 de Dezembro, Lisboa.



- CMVM (2001d), “Resultado do 3º Inquérito sobre a Observância das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, *Boletim CMVM*, Nº 103, pp. 22-25.
- CMVM (2002), “4º Inquérito sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisbon”, *Boletim CMVM - Edição Online*, Nº 111, pp. 83-102, [http://www.cmvm.pt/legislacao\\_e\\_publicacoes/publicacoes/boletim/boletim\\_online\\_111/boletim\\_online\\_111.pdf](http://www.cmvm.pt/legislacao_e_publicacoes/publicacoes/boletim/boletim_online_111/boletim_online_111.pdf), acessido em 17/08/04.
- CMVM (2003a), “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, Novembro de 2003”, [http://www.cmvm.pt/recomendacoes\\_e\\_orientacoes/recomendacoes/soccot\\_nov2003/indice.asp](http://www.cmvm.pt/recomendacoes_e_orientacoes/recomendacoes/soccot_nov2003/indice.asp), acessido em 16/08/04.
- CMVM (2003b), “Regulamento da CMVM n.º 11/2003 – Altera o regulamento da CMVM n.º 7/2001 e o regulamento da CMVM n.º 11/2000 – Governo das sociedades Cotadas”, *Boletim da CMVM – Edição Online*, Nº 127, pp. 3-11, [http://www.cmvm.pt/legislacao\\_e\\_publicacoes/publicacoes/boletim/boletim\\_online\\_127/boletim\\_online\\_127.pdf](http://www.cmvm.pt/legislacao_e_publicacoes/publicacoes/boletim/boletim_online_127/boletim_online_127.pdf), acessido em 17/08/04.
- CMVM (2003c), “1º Inquérito sobre o Perfil do Investidor Português *On-Line*”, [http://www.cmvm.pt/estudos\\_documentos/estudos/analise\\_resultados/Analise\\_dos\\_resultados.pdf](http://www.cmvm.pt/estudos_documentos/estudos/analise_resultados/Analise_dos_resultados.pdf), acessido em 10/02/05.
- COMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE (1998), *Final Report* (Hampel Report), Londres.
- CORE, John E., HOLTHAUSEN, Robert W., LARCKER David F. (1999), “Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol 51 Nº 3, pp. 371-406.
- CORREIA, Luís Brito (1993), *Os Administradores de Sociedades Anónimas*, Livraria Almedina, Coimbra.
- COTTER, James F., SHIVDASANI, Anil, ZENNER, Marc, (1997), “Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol 43, n.º 2, pp. 195-218.

- DEMSETZ,H. (1983), *The Structure of Ownership and The Theory of the Firm*, Vol 26, pp.375-390, University of Chicago. Estados Unidos. June 1983.
- DEMSETZ, H., VILLALONGA, Belén (2001), “Ownership structure and corporate performance”, *Journal of Corporate Finance*, Vol 7 N° 3, pp. 209-233.
- DENIS, David J., SARIN, Atulya (1999), “Ownership and board structures in publicly traded corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol 52 N° 2, pp. 187-223.
- DENIS, David J., DENIS, Diane K., SARIN, Atulya (1997), “Ownership structure and top executive turnover”, *Journal of Financial Economics*, Vol 45 N° 2, pp. 193-221.
- DENIS, Diane K. (2001), “Twenty-five years of corporate governance research... and counting”, *Review of Financial Economics*, Vol 10 N° 3, pp. 191-212.
- DENIS, Diane K., MCCONNEL, John J. (2003), *International Corporate Governance*, ECGI - Finance Working Paper No. 05/2003, <http://ssrn.com/abstract=320121>, acedido em 23/06/03.
- EISENBERG, Theodore, SUNDGREN, Stefan, WELLS, Martin T. (1998), “Larger board size and decreasing firm value in small firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol 48 N° 1, pp. 35-54.
- FACCIO, Mara, LASFER,M. Ameziane (2000), *Managerial ownership, board structure and firm value: The UK evidence.*, Working paper, City University Business School, London, <http://ssrn.com/abstract=179008>, acedido em 29/08/03.
- FAMA,E.F., JENSEN,M.C. (1983a), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol 46, pp. 301-325.
- FAMA,E.F., JENSEN,M.C. (1983b), “Agency Problems and Residual Claims”. *Journal of Law and Economics*, Vol 26, pp.327-349.
- FARINHA, Jorge (2003), *Corporate Governance: a Survey of the Literature*, Working paper n.º 2003-06, Social Science Research Network, Estados Unidos, <http://ssrn.com/abstract=470801>, acedido em 14/01/04.
- FRANKS, Julian, MAYER, Colin (2001), “Ownership and control of German Corporations”, *The Review of Financial Studies*, Vol 14 N° 4, pp. 943-977.

- FRANKS, Julian, MAYER, Colin (2002), *Corporate Governance in the UK – contrasted with the US system*, CEsiso Forum, pp. 13-22, ABI/INFORM Global
- GEDDES, Rick, VINOD,H.D. (1998), *CEO tenure, board composition and regulation*, Working paper, Social Science Research Network, Estados Unidos, <http://ssrn.com/abstract=139266>, acedido em 25/08/03.
- GILSON,R.J. (1996), *Corporate Governance and Economic Efficiency: When do Institutions Matter*, Working Paper, Columbia University School of Law, N. York.
- GRENBURY REPORT, 1995
- HAID, Alfred, WEIGAND, Jürgen (1999), *R&D, Liquidity, Constraints, and Corporate Governance*, Working Paper, Deutsches Institut fuer Wirtschaftsforschung, Berlin, Germany, pp. 1-31.
- HAID, Alfred, YURTOGLU, B. Brurcin (2004), *The Impact of Ownership Structure on Executive Compensation in Germany*, Working Paper, Deutsches Institut fuer Wirtschaftsforschung and University of Erlangen-Nuremberg, Berlin, pp. 1-32.
- HEIDRICK & STRUGGLES (2003), *Is your board fit for the global challenge? Corporate Governance in Europe*, Heidrick & Struggles International, Inc., Londres, pp. 4-39, [http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/DACDA5C0-7DD5-4A8D-A50A01CFCD57/0/HS\\_CorpGovEurope.pdf](http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/DACDA5C0-7DD5-4A8D-A50A01CFCD57/0/HS_CorpGovEurope.pdf), acedido em 05/01/05.
- HERMALIN,B.E., WEISBACH,M.S. (1988), "The determinants of board composition", *The Rand Journal of Economics*, Vol 19 N°4, pp. 589-606.
- HERMALIN,B.E., WEISBACH,M.S. (1991), "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, pp.101-112.
- HERMALIN,B.E., WEISBACH,M.S. (1998), "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO", (4ª ed.), *American Economic Review*, Vol 88 N° 1, pp. 96-118.
- HERMALIN,B.E., WEISBACHM.S. (2000), *Boards of Directors as an Endogenously Determinated Institution: A survey of the economic Literature*, Working paper, University of California at Berkeley, Estados Unidos, <http://ssrn.com/abstract=233111>, acedido em 09/08/04.

- HIMMELBERG, Charles, HUBBARD, R.G., PALIA Darius (1999), "Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance", *Journal of Financial Economics*, Vol 53, pp. 353-384.
- HOPT, Klaus J., LEYENS, Patrick C. (2004), *Board Models in Europe: Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N°. 18/2004, <http://ssrn.com/abstract=487944>, acedido em 10/08/04.
- HUTTER, S., DEVLIN, M., BURKARD, J. (2002), "Corporate Governance in Germany", *International Financial Law Review*, <http://gateway.proquest.com>, acedido em 07/01/04.
- INSTITUTE OF CHARTERED ACCOUNTANTS IN ENGLAND AND WALES (1999), *INTERNAL Control: Guidance for Directors on Combined Code*, Londres.
- JENSEN, M.C. (1991), "Corporate Control and the politics of finance", Working paper, Harvard Business School, Estados Unidos.
- JENSEN, M.C. (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Harvard Business School*, pp. 1-64, [http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT\\_ID=93988](http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=93988), acedido em 25/08/03.
- JENSEN, M.C., MECKLING, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3, pp. 305-360.
- JENSEN, M.C., WARNER, J.B. (1988), "The distribution of power among corporate managers, shareholders, and directors", *Journal of Financial Economics*, Vol 20, pp. 3-24.
- JOHN, K., SENBET, L. (1998), "Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol 22, pp. 371-403.
- KAPLAN, S.N. (1995), "Corporate Governance and Corporate Performance: a comparison of Germany, Japan and the U.S.", in Donald H. Chew (Eds.), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems*, Oxford University Press, New York.

- KAPLAN,S.N., MINTON,B.A. (1994), “Appointments of outsiders to Japanese Boards: Determinants and implications for managers, *Journal of Financial Economics*, Vol 36, pp. 225-258.
- KAPLAN,S.N. (1990), “*Outside directorships and corporate performance*”, *Journal of Financial Economics*, Vol 27 N°2 , pp. 389-410.
- KINI,O., KRACAW,W., MIAN,S. (1995), "Corporate takeovers, firm performance and board composition", *Journal of Corporate Finance*, Vol 1, pp. 383-412.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES,F., SHLEIFER,A. (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, Vol 54 N° 2, pp. 471-517.
- LA PORTA, Rafael, SHLEIFER,A., LOPEZ-DE-SILANES,F., VISHNY, Robert (2000), “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, Vol 58, pp. 3-27.
- LAWRENCE,J., STAPLEDON,G.P. (1999), *Is Board Composition Important? A study of listed Australian Companies*”, Working Paper, University of Melbourne. Austrália, <http://ssrn.com/abstract=193528>, acedido em 09/08/03.
- LONDON STOCK EXCHANGE (1998), *The Combined Code: The principles of good governance and code of best practice* (Derived by the committee on Corporate Governance from the Committee’s Final Report and from the cadbury and Greenbury Reports).
- MARTINS,A. (2002), *Introdução à Análise Financeira de Empresas*, Vida Económica, Porto.
- MAROCO, João (2003), *Análise Estatística: com utilização do SPSS*, Edições Sílabo, Lisboa.
- MESNOOH, Christopher J. (2002), “Corporate Governance in France”, *Corporate Finance*, London, <http://gateway.proquest.com>, acedido em 12/01/2004.
- MONACO, Douglas C. (2000), *Estudo da composição dos conselhos de administração e instrumentos de controle das sociedades por acções no Brasil*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil.

- MONKS, Robert A.G. (2001), “Redesigning Corporate Governance Structures and Systems for the Twenty First Century”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol 9 N° 3, pp. 142-147
- MONKS, Robert A.G., MINOW, Nell (2001), *Corporate Governance*, Blackwell Business, 2<sup>nd</sup> Edition, Oxford.
- MORCK, Randall, SHLEIFER, A., VISHNY, Robert W. (1988), “Management Ownership and Market Valuation: an empirical analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol 20, pp.293-315.
- MOREIRA, José M., GONÇALVES, H., OLIVEIRA, Gonçalo A. (2004), *Corporate Governance em Portugal*, XII Conferência Anual de Ética, Economia, Direcção – Ética y Finanzas, 3 e 4 de Junio de 2004, Universidad de Jaén, [http://www.ujaen.es/huesped/xiiconfe/comunicaciones/jose\\_manuel\\_moreira\\_y\\_outro\\_s.pdf](http://www.ujaen.es/huesped/xiiconfe/comunicaciones/jose_manuel_moreira_y_outro_s.pdf), accedido em 19/08/04.
- MOTA, Nuno M.C. Rocha da (2003), *Ownership Structure and Firm Performance: the portuguese evidence*, Tese de Mestrado, Universidade de Economia do Porto, Porto.
- OCDE (1999), *OCDE Principles of Corporate Governance*, OCDE Publications, Paris.
- OCDE (1997), *The Separation of Ownership and Control: A survey of 7 European Countries*”, Preliminary Report, OCDE Publications, Paris.
- OKIMURA, Rodrigo Takashi (2003), *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil.
- PEASNELL, K.V., POPE, P.F., YOUNG, S. (1998), *Outside directors, board effectiveness, and earning management*, Working paper, Lancaster University, United Kingdom.
- PHILLIPS, Estelle M., PUGH, D.S. (1998), *Como Preparar um Mestrado ou Doutoramento: um manual prático para estudantes e seus orientadores*, Lyon Edições, Portugal.

- ROSENSTEIN,S. (1990), “*Outside directors, board independence, and shareholder wealth*”, *Journal of Financial Economics*, Vol 26 N° 2, pp. 175-191.
- ROSENSTEIN, Stuart, WYATT, Jeffrey G. (1997), “*Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth*”, *Journal of Financial Economics*, Vol 44 N° 2, pp. 229-250.
- SHELMERDINE, Juliet, WALTER,M. (2001), “*A review of corporate governance in the UK*”, *International Financial Law Review*.
- SHLEIFER,A., VISHNY, Robert W. (1986), “*Large shareholders and corporate control*”, in Michael Brennan, (eds.), *The Teory of Corporate Finance I*, The International Library of Critical Writings in Financial Economics.
- SHLEIFER,A., VISHNY, Robert W. (1997), “*A survey of corporate governance*”, *The Journal of Finance*, Vol 52 N° 2, pp. 737-783.
- SHIVDASANI,A., YERMACK,D. (1999), “*CEO involvement in the selection of new board members: an empirical study*”. *The Journal of Finance*, Vol 54 N° 5, pp.29 1-1853.
- SILVEIRA, (2002), *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil.
- SILVEIRA, Alexandre, BARROS, Lucas, FAMÁ, Rubens (2003), “*Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico*, *Caderno de Pesquisas em Administração*, São Paulo, Vol 10 N° 1, pp. 57-71.
- VAFEAS, Nikos (1999), “*Board meeting frequency and firm performance*”, *Journal of Financial Economics*, Vol 53 N° 1, pp. 113-142.
- VENTURA, Raúl (1992), *Estudos vários sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra.
- VENTURA, Raúl (1994), *Novos estudos sobre Sociedades Anónimas e Sociedades em Nome Colectivo*, Almedina, Coimbra.

- WARTHER, Vincent A. (1998), "Board effectiveness and board dissent: A model of the board's relationship to management and shareholders", *Journal of Corporate Finance*, Vol 4 N° 1, pp. 53-70.
- WEISBACH, M.S. (1988), "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol 20, pp.431-460.
- YERMACK, David (1996), "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, Vol 40, pp. 185-211.
- ZINGALES, L. (1998), "Corporate Governance". *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, pp. 1-20, <http://ssrn.com/abstract=46906>, acedido em 24/08/04.
- WILLIAMSON, O.E. (1988), "Corporate Finance and Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 567-591.
- WILLIAMSON, O.E. (1994), *Les Institutions de l'Économie*, InterÉditions, Paris (traduction française).
- WILLIAMSON, O.E., MASTEN, Scott E. (1999), *The Economics of Transaction Costs*, An Elgar Critical Writings Reader, Reino Unido.



## **ANEXO 2.1**

### **Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas (1999)**

## **Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas - 1999**

### **Introdução**

O desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários tem conduzido a uma intensa reflexão sobre a estrutura e o controlo das sociedades abertas ao investimento do público. Não sendo nova, esta problemática é genericamente rotulada como relativa ao governo das sociedades (corporate governance) tendo conhecido uma difusão em todos os mercados internacionais, por respeitar à questão universal do aperfeiçoamento dos mecanismos de tutela dos investidores.

Por governo das sociedades quer-se referir o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades cotadas. Esta análise sobre o governo das sociedades não procura impor modelos rígidos e uniformes. O seu objectivo é antes o de procurar contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na actividade societária - investidores, credores e trabalhadores.

O governo das sociedades comporta, nessa medida, uma vertente interna e uma vertente externa: na primeira acepção, entende-se o conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade cotada; o controlo externo, por seu turno, reporta-se à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a actuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.

A internacionalização das sociedades leva a que seja importante nivelar parâmetros de segurança e de organização dos agentes dos mercados. Assim, em virtude da globalização dos mercados, a sofrer impulso decisivo com a introdução do euro, Portugal não pode alhear-se desta problemática.

Nesta ordem de ideias, assentando na convicção de que o sistema jurídico nacional se encontra suficientemente apetrechado com soluções que, sem empregarem esta designação, já dão resposta aos problemas ligados a esta temática, é através da apresentação de um conjunto de recomendações que o presente documento procura transpor para o contexto nacional a reflexão relativa ao governo das sociedades cotadas.

Ao visar inaugurar uma reflexão crítica, em Portugal, sobre o governo das sociedades cotadas, estas recomendações pretendem apresentar-se não só como o denominador

mínimo sobre a matéria mas também como um leque de indicações adaptadas ao contexto jurídico e de mercado em Portugal. Embora o centro do problema se prenda com as sociedades com acções cotadas e com os investidores institucionais, estas recomendações podem, naturalmente, ser seguidas também por sociedades não cotadas.

Uma vez que este documento encerra um conjunto de recomendações, é fundamental a apreciação feita pelo mercado em relação ao seu acolhimento. É, aliás, o próprio mercado que constitui o principal avaliador da bondade das opções ligadas à direcção e ao controlo que são adoptadas pelas sociedades cotadas e pelos investidores institucionais. Assim, à semelhança da prática seguida em outros mercados, recomenda-se que as sociedades com acções cotadas e os investidores institucionais incluam uma menção no seu relatório anual de gestão relativa à adopção ou grau de adopção das presentes recomendações com a respectiva fundamentação.

Pretende-se que estas recomendações sejam entendidas como recomendações de e para o mercado. Assim, este é um documento aberto a apreciações e sugestões e, como tal, sujeito a revisões e a aditamentos.

#### **I - Divulgação de Informação**

1. Deve ser divulgada informação relativa à repartição de competências entre os vários órgãos e departamentos ou divisões da sociedade no quadro do processo de decisão empresarial, nomeadamente através de organigramas ou mapas funcionais.
2. Deve ser divulgada informação sobre as funções efectivamente desempenhadas por cada um dos membros do órgão de administração e directores da sociedade bem como sobre os cargos que os mesmos desempenham em outras sociedades.
3. Deve ser efectuada e divulgada, pelo menos anualmente, uma descrição do comportamento bolsista das acções.
4. Deve ser divulgada informação ao público sobre a política de distribuição de dividendos correntemente adoptada pela sociedade.
5. Os acordos parassociais relativos ao exercício de direitos sociais ou relativos à transmissibilidade de acções, quando relevantes para a organização das sociedades, devem ser comunicados ao público.

6. Encoraja-se a utilização das novas tecnologias de informação quanto à divulgação de informação financeira e dos documentos preparatórios da reuniões das Assembleias Gerais.

7. A sociedade deve assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal aconselha-se a criação de um gabinete de apoio ao investidor.

## **II - Exercício do Direito de Voto e Representação de Accionistas**

8. Deve ser estimulado o exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação.

9. Os princípios da boa prática e da transparência que devem enformar o governo das sociedades aconselham a que se promova um aperfeiçoamento dos procedimentos conexos com os pedidos de representação para votar em assembleia geral. Designadamente, é fundamental, não só que o accionista disponha da informação necessária para uma correcta decisão no que toca à estipulação das instruções de sentido de voto, mas também que seja explicitada a fundamentação do sentido de voto do representante, sobretudo em casos de inexistência de instruções do representado.

## **III - Regras Societárias**

10. É recomendável o estabelecimento, ao nível da organização interna da sociedade, de regras específicas vocacionadas para regularem situações de conflito de interesses entre os membros do órgão de administração e a sociedade, bem como as principais obrigações resultantes dos deveres de diligência, lealdade e confidencialidade dos membros do órgão de administração, nomeadamente no que toca à prevenção da utilização indevida de oportunidades negociais e de bens societários.

11. As medidas que sejam adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Consideram-se nomeadamente contrárias a estes interesses as cláusulas defensivas que têm por efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração,

prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.

#### **IV - Estrutura e Funcionamento do Órgão de Administração**

12. O órgão de administração deve ser composto por uma pluralidade de membros que exerçam uma orientação efectiva em relação à gestão da sociedade, aos seus directores e gestores.

13. Encoraja-se a inclusão no órgão de administração de um ou mais membros independentes em relação aos accionistas dominantes, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade.

14. Se for criada uma Comissão Executiva, a respectiva composição deve reflectir, na medida do possível, o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a accionistas dominantes e os administradores independentes. À luz do princípio da transparência, o órgão de administração deve estar, a todo o tempo, devidamente informado sobre as matérias em apreciação e decisões tomadas pela Comissão Executiva.

15. Encoraja-se a criação pelo órgão de administração de comissões de controlo internas com atribuição de competências em matérias em que existam potenciais situações de conflito de interesses, tais como a nomeação de directores e gestores, a análise da política de remunerações e a avaliação da estrutura e governo societários.

#### **IV - Investidores Institucionais**

16. Os investidores institucionais devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontre confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto.

17. Os investidores institucionais devem prestar informação no tocante à prática seguida quanto ao exercício do direito de voto relativamente a valores mobiliários cuja gestão lhes esteja confiada.

**ANEXO 4.1**

**Questionário enviado às Empresas Cotadas**

## QUESTIONÁRIO REALIZADO NO ÂMBITO DA TESE DE MESTRADO

Pedimos a colaboração de V. Exa. no preenchimento deste questionário, de carácter confidencial, e cujos dados se destinam, unicamente, a tratamento estatístico, para efeitos de elaboração de dissertação de mestrado. Quaisquer esclarecimentos adicionais, poderá contactar: Vera Lúcia Mendes Cunha, por telemóvel (966 267 086) ou por e-mail ([vera.cunha@estgoh.ipc.pt](mailto:vera.cunha@estgoh.ipc.pt)).

Se desejar receber os resultados desta investigação, indique o seu contacto no fim deste questionário.

**NOTA: o nome das empresas participantes não será publicado!**

N.º de Identificação [ ][ ][ ][ ] (a preencher pelo investigador)

Não escrever  
nesta coluna

### I – DADOS RELATIVOS AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

#### A. Tamanho

1. Qual o número total de membros do órgão de administração que existiam em:

2001: [ ]

2002: [ ]

2003: [ ]

#### B. Composição

2. Qual número de membros do órgão de administração que são executivos (internos)

2001: [ ]

2002: [ ]

2003: [ ]

3. Qual número de membros do órgão de administração não-executivos, mas que são representantes ou estão ligados de alguma forma à empresa?

2001: [ ]

2002: [ ]

2003: [ ]

4. Qual número de membros do órgão de administração não-executivos, mas sem quaisquer ligações à empresa (ou seja, chamados de independentes\*)?

2001: [ ]

2002: [ ]

2003: [ ]

5. A vossa empresa separa as funções de CEO (Presidente Executivo) e de Presidente do Conselho de Administração em (assinale com uma cruz):

2001: (1) Sim  (2) Não

2002: (1) Sim  (2) Não

2003: (1) Sim  (2) Não

\* Para efeitos deste estudo, consideramos membro independente aquele que:

- não possui qualquer tipo de vínculo com a empresa, a não ser a posição de director;
- nunca foi trabalhador da empresa, de qualquer uma das suas subsidiárias ou outras relacionadas com a empresa;
- não presta serviços à empresa;
- não é parente de qualquer director da empresa.

C. Remuneração dos Directores

6. A remuneração dos directores da sua empresa está sujeita à aprovação dos accionistas?

2001: (1) Sim  (2) Não

2002: (1) Sim  (2) Não

2003: (1) Sim  (2) Não

7. A remuneração dos CEO da sua empresa está sujeita à aprovação dos accionistas?

2001: (1) Sim  (2) Não

2002: (1) Sim  (2) Não

2003: (1) Sim  (2) Não

8. A remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, depende dos resultados da sociedade?

2001: (1) Sim  (2) Não

Em caso afirmativo, em que % do total?

2002: (1) Sim  (2) Não

Em caso afirmativo, em que % do total?

2003: (1) Sim  (2) Não

Em caso afirmativo, em que % do total?

**II – IDENTIFICAÇÃO GERAL DA EMPRESA**

9. C.A.E. (5 dígitos)

10. Número de trabalhadores:

1 a 9 trabalhadores  (1)

10 a 49 trabalhadores  (2)

50 a 249 trabalhadores  (3)

250 ou mais trabalhadores  (4)

11. Qual a função que exerce na empresa?

Principal Director Executivo - CEO  (1)

Presidente do Conselho de Administração  (2)

CEO e Presidente do Conselho Administração  (3)

Director Executivo (Interno)  (4)

Outro  (5)

Qual?

**Obrigado pela Vossa Colaboração!**



## **ANEXO 4.2**

### **Questionário enviado às Empresas Não Cotadas**

## QUESTIONÁRIO REALIZADO NO ÂMBITO DA TESE DE MESTRADO

Pedimos a colaboração de V. Exa. no preenchimento deste questionário, de carácter confidencial, e cujos dados se destinam, unicamente, a tratamento estatístico, para efeitos de elaboração de dissertação de mestrado. Quaisquer esclarecimentos adicionais, poderá contactar: Vera Lúcia Mendes Cunha, por telemóvel (966 267 086) ou por e-mail ([vera.cunha@estgoh.ipc.pt](mailto:vera.cunha@estgoh.ipc.pt)).

Se desejar receber os resultados desta investigação, indique o seu contacto no fim deste questionário.

**NOTA: o nome das empresas participantes não será publicado!**

N.º de Identificação [ ][ ][ ][ ] (a preencher pelo investigador)

Não escrever  
nesta coluna

### I – DADOS RELATIVOS AO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

#### A. Tamanho

1. Qual o número total de membros do órgão de administração que existiam em:

2001:

2002:

2003:

#### B. Composição

2. Qual número de membros do órgão de administração que são executivos (internos)

2001:

2002:

2003:

3. Qual número de membros do órgão de administração não-executivos, mas que são representantes ou estão ligados de alguma forma à empresa?

2001:

2002:

2003:

4. Qual número de membros do órgão de administração não-executivos, mas sem quaisquer ligações à empresa (ou seja, chamados de independentes\*)?

2001:

2002:

2003:

\* Para efeitos deste estudo, consideramos membro independente aquele que:

- não possui qualquer tipo de vínculo com a empresa, a não ser a posição de director;
- nunca foi trabalhador da empresa, de qualquer uma das suas subsidiárias ou outras relacionadas com a empresa;
- não presta serviços à empresa;
- não é parente de qualquer director da empresa.

5. A vossa empresa separa as funções de CEO (Presidente Executivo) e de Presidente do Conselho de Administração em (assinale com uma cruz):

2001: (1) Sim  (2) Não

2002: (1) Sim  (2) Não

2003: (1) Sim  (2) Não

#### C. Remuneração dos Directores

6. A remuneração dos directores da sua empresa está sujeita à aprovação dos accionistas?

2001: (1) Sim  (2) Não

2002: (1) Sim  (2) Não

2003: (1) Sim  (2) Não

7. A remuneração dos CEO da sua empresa está sujeita à aprovação dos accionistas?

- 2001: (1) Sim  (2) Não
- 2002: (1) Sim  (2) Não
- 2003: (1) Sim  (2) Não

8. A remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, depende dos resultados da sociedade?

- 2001: (1) Sim  (2) Não   
Em caso afirmativo, em que % do total?
- 2002: (1) Sim  (2) Não   
Em caso afirmativo, em que % do total?
- 2003: (1) Sim  (2) Não   
Em caso afirmativo, em que % do total?

#### D. Avaliação do Desempenho

9. Quais os resultados obtidos entre 2001 e 2003 relativamente às seguintes variáveis:

9.1 Volume de Negócios (em euros):

2001:  2002:  2003:

9.2 Activo Total (em euros):

2001:  2002:  2003:

9.3 Resultado Líquido (em euros):

2001:  2002:  2003:

9.4 Capitais Próprios (em euros):

2001:  2002:  2003:

9.5 Passivo de M/L Prazo (em euros):

2001:  2002:  2003:

9.6 Resultados Operacionais (em euros):

2001:  2002:  2003:

9.7 Provisões do exercício e amortizações do exercício (em euros):

2001:  2002:  2003:

#### II – IDENTIFICAÇÃO GERAL DA EMPRESA

10. C.A.E. (5 dígitos)

11. Número de trabalhadores:

- 1 a 9 trabalhadores  (1)
- 10 a 49 trabalhadores  (2)
- 50 a 249 trabalhadores  (3)
- 250 ou mais trabalhadores  (4)

12. Qual a função que exerce na empresa?

- Principal Director Executivo - CEO  (1)
- Presidente do Conselho de Administração  (2)
- CEO e Presidente do Conselho Administração  (3)
- Director Executivo (Interno)  (4)
- Outro  (5)
- Qual?

Obrigado pela Vossa Colaboração!



