



Os determinantes da adopção dos modelos de *Corporate Governance* nas empresas do mercado bolsista da Península Ibérica

Ana Isabel Cordeiro Sardinha

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

Orientada por Humberto Nuno Rito Ribeiro

Bragança, Julho de 2014



Os determinantes da adopção dos modelos de *Corporate Governance* nas empresas do mercado bolsista da Península Ibérica

Ana Isabel Cordeiro Sardinha

Orientada por Humberto Nuno Rito Ribeiro

Bragança, Julho de 2014

Resumo:

Esta dissertação propõe-se analisar os modelos de *corporate governance* aplicados às empresas dos mercados bolsistas da Península Ibérica. Este tema é cada vez mais importante para as empresas, pois é difícil gerir os interesses de todos os agentes económicos numa organização. Este estudo pretende definir o conceito e a importância que os modelos *corporate governance* têm vindo assumir nas práticas exercidas pelas empresas do mercado bolsista.

O *corporate governance* é caracterizado por um sistema onde as organizações são geridas e controladas com o objectivo de promover a eficiência e a competitividade das empresas. Os modelos de *corporate governance* apresentados neste estudo são: o modelo latino, o modelo anglo-saxónico e o modelo dualista baseados no sistema anglo-saxónico e no sistema continental. Estes sistemas têm por base a teoria da agência que consiste em analisar e desenvolver sistemas de controlo e gestão que harmonizem os interesses entre accionistas, administradores e gestores dentro de uma empresa para obter estabilidade financeira e crescimento económico.

Com este estudo pretende-se responder à seguinte questão: quais os determinantes que podem influenciar a escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas da Península Ibérica? Para estabelecer os determinantes da escolha dos modelos foram seleccionadas nove variáveis que possuem características diferenciadoras entre os modelos de *corporate governance*. Para esta análise foram utilizadas duas amostras, uma com empresas constantes em todo o período em análise e outra com todas as empresas, mas ambas constituídas por apenas empresas cotadas no índice bolsista PSI-20 e IBEX-35 ao longo dos anos de 2009, 2010 e 2011. Os dados foram recolhidos através da análise dos relatórios anuais de contas consolidados e dos relatórios anuais de *corporate governance*, o estudo estatístico foi efectuado através do modelo de regressão *logistic*. As variáveis que influenciam significativamente este estudo são: o sector de actividade, o tamanho da empresa e o rácio da administração, contribuindo para a justificação da escolha dos modelos de *corporate governance* adoptados pelas empresas.

Palavras-Chave: Modelos de *corporate governance*, Teoria da Agência, PSI-20, IBEX-35.

Resumen:

Esta tesis se propone examinar los modelos de *corporate governance* aplicado a las empresas en los mercados de valores de la Península Ibérica. Este problema, es cada vez más importante para las empresas, ya que es difícil de gestionar los intereses de todos los agentes económicos de una organización. Este estudio tiene como objetivo definir el concepto y la importancia de los modelos de *corporate governance* ha estado tomando prácticas ejercidas por el mercado de valores.

El *corporate governance* se caracteriza por un sistema en el que las organizaciones son gestionados y controlados con el fin de promover la eficiencia y la competitividad. Los modelos de *corporate governance* que se presentan en este estudio son: el modelo latino, el modelo anglosajón y el modelo de doble sistema anglosajón y el sistema continental base. Estos sistemas se basan en la teoría de la agencia que es analizar y desarrollar sistemas de control y gestión para armonizar los intereses de los accionistas, directores y gerentes dentro de una empresa para la estabilidad financiera y el crecimiento económico.

Este estudio tiene como objetivo responder a la siguiente cuestión: ¿cuáles son los factores determinantes que pueden influir en la elección del modelo de *corporate governance* adoptadas por las empresas en la Península Ibérica. Para establecer los determinantes de la elección de los modelos fueron seleccionados nueve variables que han características diferenciadoras entre los modelos de gobierno corporativo. Para este análisis se utilizaron dos muestras, una de las compañías estables en todo el período y el otro con todas las empresas, pero ambos están compuestos sólo las empresas que cotizan en el índice bursátil PSI-20 y el IBEX-35 en los años 2009, 2010 y 2011. Los datos fueron obtenidos a través del análisis de las cuentas anuales y los informes anuales consolidados de la gestión empresarial, el análisis estadístico se realizó mediante el modelo de regresión logística. Las variables que influyen significativamente en este estudio son: el sector de actividad, tamaño de la empresa y el ratio de la administración, lo que contribuye a la justificación de la elección de los modelos de *corporate governance* adoptadas por las empresas.

Palabras clave: Modelo de *corporate governance*, Teoría de la Agencia, PSI-20, IBEX-35.

Abstract:

This thesis proposes to analyze models of corporate governance applied to businesses in the stock markets of the Iberian Peninsula. This subject is becoming increasingly important for businesses as it is difficult to manage the interests of all economic agents in an organization. The study aims to define the concept and importance of corporate governance models have taking practices exercised by business stock market.

The corporate governance is characterized by a system in which organizations are managed and controlled with the objective to promote efficiency and competitiveness of businesses. The corporate governance models presented in this study are: the latin model, the anglo-saxon model and the dual model based anglo-saxon system and continental system. These systems are based on the theory of agency is to analyze and develop control systems and management to harmonize the interests of shareholders, directors and managers inside a business to get financial stability and economic growth.

This study is intended to answer the following question: what are the determinants that may influence the choice of corporate governance models adopted by businesses in the Iberian Peninsula? To establish the determinants of the choice of model were selected nine variables that have differentiating characteristic between the models of corporate governance. For this analysis we used two samples, one with constants businesses listed throughout the period and the other with all businesses, but both constituted by only listed businesses on the stock index PSI-20 and IBEX-35 through the years 2009, 2010 and 2011. This date were obtained through analysis of annual accounts and consolidated annual reports of corporate governance, the statistical analysis was effected out through the logistic regression model. These variables that significantly influence this study are: the sector of activity, firm size and the ratio of the administration, contributing to the justification of the choice of models of corporate governance adopted by businesses.

Keywords: Corporate governance models, Agency Theory, PSI-20, IBEX-35.

Índice

Introdução.....	1
CAPÍTULO I.....	3
1. Revisão da literatura	5
1.1. Conceito de <i>corporate governance</i> e a sua importância.....	5
1.1.1. Sistema anglo-saxónico	7
1.1.2. Sistema continental	8
1.2. Modelos de <i>corporate governance</i>	9
1.2.1. Modelo latino	10
1.2.2. Modelo anglo-saxónico	11
1.2.3. Modelo dualista	12
1.3. Princípios de <i>corporate governance</i>	13
1.3.1. Relatório Cadbury	13
1.3.2. Princípios de <i>corporate governance</i> da OCDE	14
1.4. Limitações dos sistemas de <i>corporate governance</i>	15
1.5. Teoria da agência	17
1.6. Mecanismos de acção sobre a gestão	21
1.6.1. Ofertas públicas de aquisição	22
1.6.2. Concentração de propriedade.....	22
1.6.3. Órgãos de administração	22
1.6.4. Remuneração dos gestores e dos directores	22
1.6.5. Monitorização por parte dos credores.....	23
CAPÍTULO II.....	25
2. Metodologia.....	27
2.1. Variável dependente	27
2.2. Variáveis independentes e hipóteses em estudo	28
2.2.1. Concentração accionista	28
2.2.2. <i>Return on equity</i>	29
2.2.3. Índice bolsista do mercado.....	30
2.2.4. Estrutura financeira	31

2.2.5. Capitais públicos	32
2.2.6. Tamanho da empresa	33
2.2.7. Rácio da administração.....	34
2.2.8. Capitalização bolsista.....	35
2.2.9. Sector de actividade económica	35
2.3. Modelo estatístico	36
2.3.1. Variável independente.....	37
CAPÍTULO III.....	39
3. Amostra e análise dos resultados.....	41
3.1. Métodos de recolha de dados.....	41
3.2. Caracterização da amostra	41
3.3. Análise do modelo.....	45
3.3.1. Análise das empresas <i>core</i>	45
3.3.1.1. Factores de inflacionamento da variância.....	48
3.3.1.2. Avaliação da satisfação do modelo.....	48
3.3.1.3. Previsão do modelo.....	49
3.3.1.4. Normalidade dos resíduos	49
3.3.1.5. Estatísticas descritivas	50
3.3.1.6. Matriz de correlações	51
3.3.2. Análise dinâmica das empresas.....	52
3.3.2.1. Factores de inflacionamento da variância.....	53
3.3.2.2. Avaliação da satisfação do modelo.....	54
3.3.2.3. Previsão do modelo.....	55
3.3.2.4. Normalidade dos resíduos	55
4. Discussão dos resultados	59
4.1. Resultados das hipóteses	59
4.2. Variáveis significativas dos modelos	60
4.3. Previsões.....	63
4.4. Limitações na análise dos modelos	63
Conclusões.....	65

Bibliografía.....	67
Anexos.....	72

Índice de figuras

Figura 1: Estrutura do sistema anglo-saxónico.....	8
Figura 2: Estrutura do sistema continental.....	9
Figura 3: Estrutura do modelo latino	10
Figura 4: Estrutura do modelo anglo-saxónico	11
Figura 5: Estrutura do modelo dualista	12
Figura 6: Controlo, <i>corporate governance</i> e teoria da agência.....	18
Figura 7: A relação entre o problema de agência e o <i>corporate governance</i>	19
Figura 8: Interações dos principais agentes.....	21

Índice de gráficos

Gráfico 1: Distribuição das empresas pelos modelos de <i>corporate governance</i>	43
Gráfico 2: Peso das empresas por sector económico	44
Gráfico 3: Normalidade dos resíduos.....	50

Índice de tabelas

Tabela 1: Empresas não-financeiras cotadas no índice bolsista PSI-20 e IBEX-35	42
Tabela 2: Modelo <i>logit</i> para as empresas <i>core</i>	45
Tabela 3: Factores de inflacionamento da variância.....	48
Tabela 4: Previsão do modelo de empresas <i>core</i>	49
Tabela 5: Estatísticas descritivas das empresas <i>core</i>	50
Tabela 6: Matriz de covariâncias dos coeficientes de regressão	51
Tabela 7: Modelo <i>logit</i> para os anos de 2011, 2010 e 2009	52
Tabela 8: Factores de inflacionamento da variância para os anos 2011, 2010 e 2009	54
Tabela 9: Previsão do modelo para os anos de 2011, 2010 e 2009	55
Tabela 10: Testes à normalidade dos resíduos para o ano de 2011, 2010 e 2009	56
Tabela 11: Hipóteses estatisticamente significativas.....	59
Tabela 12: Sectores de actividade mais escolhidos pelas empresas.....	61
Tabela 13: Distribuição das empresas pelos diferentes tamanhos	62
Tabela 14: Distribuição das empresas <i>core</i> perante o rácio da administração	62
Tabela 15: Previsão para as duas amostras.....	63

Índice de anexos

Anexo I: Empresas não-financeiras cotadas no índice bolsista PSI-20	71
Anexo II: Empresas não-financeiras cotadas no índice bolsista IBEX-35	72
Anexo III: Modelo <i>logit</i> para as empresas constantes.	73
Anexo IV: Modelo <i>logit</i> para as empresas do ano 2011	74
Anexo V: Modelo <i>logit</i> para as empresas do ano 2010	75
Anexo VI: Modelo <i>logit</i> para as empresas do ano 2009	76

Introdução

A presente dissertação insere-se no mestrado em contabilidade e finanças, e tem como objectivo apresentar um estudo fundamentado e sistematizado em relação aos determinantes que influenciam a escolha do modelo de *corporate governance* das empresas que pertencem aos índices bolsistas da Península Ibérica. Desta forma, este estudo assenta na análise dos modelos de *corporate governance* tendo por base as implicações e motivações associadas à escolha destes modelos pelas empresas do mercado accionista.

Segundo Silva, Vitorino, Alves, Cunha e Monteiro (2006) fenómenos recentes, como o meio envolvente em constante mudança, típico da situação actual, e a evolução rápida da economia para a livre circulação da informação, dos capitais, dos bens, dos serviços, bem como, a livre deslocação dos indivíduos e das organizações, conduzem a situações atípicas que estas últimas e os seus gestores enfrentam. Estas preocupações, de acordo com Santos (2009), situam-se em torno da responsabilidade de quem controla as organizações para com aqueles que têm interesses financeiros no sucesso das mesmas, normalmente os accionistas, investidores e credores.

Os sistemas de *corporate governance*, na perspectiva de Duarte (2007), variam de país para país sendo uma das condicionantes que as empresas devem ter em conta nas suas decisões de internacionalização. Considera-se que existem dois sistemas de *corporate governance*: o sistema anglo-saxónico, também designado por sistema de controlo externo, e o sistema continental, ou sistema de controlo interno. O *corporate governance* surge igualmente como mecanismo de protecção aos direitos dos accionistas e fundamental para que a empresa crie riqueza e valor para todos os grupos, accionistas, administradores e gestores.

Dado a complexidade do conceito de *corporate governance* têm sido desenvolvidas, ao longo do tempo, teorias que tentam enquadrar os modelos e os processos, sendo a mais desenvolvida, e a partir da qual os modelos são adoptados, a teoria da agência. Esta teoria consiste em criar sistemas de controlo e gestão que harmonizem os interesses entre accionistas, administradores e gestores dentro da empresa.

Na literatura empresarial existem outros estudos relacionados com esta questão, tais como, o estudo desenvolvido por Batista (2009) que estuda os determinantes na escolha do modelo de *corporate governance* em Portugal e o trabalho elaborado por Duarte (2007) que analisa o desempenho de *corporate governance* das empresas cotadas em bolsa. O estudo realizado por Batista (2009) define as variáveis: concentração accionista, a estrutura financeira, o *return on equity* e os capitais públicos como os determinantes que influenciam a escolha do modelo de *corporate governance* nas empresas cotadas no PSI no ano 2007 e com sede em Portugal. Após a análise do modelo de Batista (2009) verificou-se que apenas a variável capitais públicos é estatisticamente significativa a um nível de significância de 95% concluindo que o modelo de forma global tem poder explicativo.

Para além dos aspectos já considerados no estudo realizado por Batista (2009), esta dissertação vem introduzir novos elementos relevantes, tais como, a introdução de novas variáveis independentes que podem influenciar os resultados do estudo. Em relação à amostra

optámos por analisar um conjunto de empresas com índices bolsistas distintos, isto é, analisámos as empresas do mercado bolsista de Portugal e de Espanha. Assim, esta investigação pretende aferir acerca dos factores que levam as empresas da Península Ibérica a optar entre os diferentes modelos de *corporate governance*.

Este estudo baseia-se fundamentalmente na análise dos relatórios anuais de contas consolidados e os relatórios anuais de *corporate governance* durante o período de 2009 a 2011 das empresas não-financeiras do índice bolsista PSI-20 e IBEX-35 de forma a observar os factores que condicionam a escolha da política que a empresa segue. Com este estudo pretende-se salientar a importância dos agentes económicos, evidenciando um conjunto de práticas que correctamente adoptadas poderão contribuir para o aumento da eficiência dos mecanismos de *corporate governance* das empresas.

Apresente dissertação integra quatro secções principais, sendo a primeira a revisão da literatura, onde são descritos os pontos fundamentais do modelo de *corporate governance* incluindo os princípios e limitações deste modelo segundo a OCDE e uma abordagem à teoria da agência; a metodologia segue na segunda secção constituída pela apresentação das hipóteses em estudo e as respectivas variáveis, bem como o modelo estatístico utilizado; a terceira secção depreende a análise dos resultados empíricos, nomeadamente, a caracterização da amostra utilizada, a apresentação dos métodos de recolha de dados e a análise dos modelos; e por fim a quarta secção onde encerramos a discussão dos resultados principais e as conclusões do estudo.

CAPÍTULO I

REVISÃO DA LITERATURA

1. Revisão da literatura

A presente dissertação procura estudar os modelos de *corporate governance* e as suas implicações através de um conjunto de reflexões sobre a situação actual e a evolução recente das práticas de governo das empresas cotadas. Este conceito obteve uma grande importância nos últimos anos. Sendo um tema com grande relevância no contexto económico actual, os modelos de *corporate governance* têm sido desenvolvidos tendo em conta os accionistas pois existe cada vez mais uma preocupação crescente com as consequências que as acções podem ter numa organização (Crowther & Sefi, 2011).

Para Monks e Minow (2008) os modelos de *corporate governance* são cada vez mais reconhecidos como um importante elemento de desenvolvimento sustentável da economia a nível internacional. Estes modelos têm como objectivo o crescimento das empresas, procurando reduzir a vulnerabilidade das economias que se encontram em desenvolvimento e proporcionar incentivos para investir de forma eficiente e socialmente responsável.

Segundo Silva, Vitorino, Alves, Cunha e Monteiro (2006) a expressão “*corporate governance*” é um conceito de terminologia anglo-saxónica que pode também ser exprimido através das expressões “governo das sociedades”, “governança corporativa” ou ainda “governo da empresa”, sendo todas igualmente aceitáveis. No entanto, por razões de coerência, ao longo desta dissertação, ir-se-á utilizar apenas a expressão anglo-saxónica “*corporate governance*” por ser uma expressão universal.

Para Batista (2009) os modelos de *corporate governance* são adoptados nas empresas essencialmente cotadas em bolsa, sendo no entanto, influenciados pelas características da estrutura empresarial que cada país ou região apresenta. Seguidamente é definido o conceito de *corporate governance* e a sua importância no contexto económico actual.

1.1. Conceito de *corporate governance* e a sua importância na actualidade

Segundo Santos (2009) o *corporate governance* é um sistema pelo qual as organizações são geridas e controladas estabelecendo assim, uma relação mais equilibrada entre a gestão, administração e accionistas. O *corporate governance* tem como objectivo promover a eficiência e a competitividade das empresas, fomentar a confiança nos mercados de capitais e desenvolver assim, a estabilidade financeira e o crescimento económico (OCDE, 2004).

Para a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005) o *corporate governance* é caracterizado por um sistema de regras e condutas respeitante ao exercício da direcção e controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercados devidamente regulamentados.

Atendendo ao contexto actual de globalização e à situação dos mercados financeiros, Santos (2009) refere a existência de um afastamento crescente entre quem controla a organização e quem é o seu proprietário. Estas preocupações situam-se em torno da

responsabilidade de quem controla as organizações para com aqueles que têm interesse financeiro no sucesso das mesmas, normalmente os accionistas. De acordo com o mesmo autor este acontecimento aumentou a consciencialização para a importância das organizações, bem como, o desenvolvimento, adaptação, e aperfeiçoamento de questões características dos modelos de *corporate governance*.

Para Douglas (2009) a influência dos accionistas, gestores e credores pode afectar significativamente a eficiência empresarial, isto é, cada um destes grupos tem uma forte influência nas decisões que são tomadas dentro da empresa. Existem objectivos distintos entre estes grupos, o gestor tem como objectivo maximizar o valor dos investimentos existentes da empresa através de informação fiável que obtêm sobre a mesma, os accionistas estão preocupados com a maximização do valor residual e os credores estão preocupados com acções ineficientes quando o desempenho realizado é negativo.

Na perspectiva de Crowther e Sefi (2011) o modelo de *corporate governance* pode ser considerado como modelo que proporciona um ambiente de confiança, ética e moral. Este ambiente só se verifica se existir um esforço sinérgico de todas as partes envolvidas incluindo governo, entidades interessadas e colaboradores em geral, tais como, profissionais, prestadores de serviços e fornecedores do sector empresarial. O mesmo autor refere que na prática, existem quatro princípios fundamentais para um bom modelo de *corporate governance*, que são:

- Transparência, isto significa, que o modelo de *corporate governance* precisa de ser evidente para todos os colaboradores da empresa, bem como, os procedimentos que ocorrem dentro da mesma;
- Prestação de contas, isto é, as estruturas de informação financeira e não financeira deve ser clara para todos;
- Responsabilidade, existe uma pessoa responsável pela estrutura da empresa e por todas as acções que são desenvolvidas nela.
- Justiça, significa que, os sistemas devem funcionar de forma imparcial e sem prejuízo.

Estes princípios são importantes para uma empresa, pois estão relacionados com a responsabilidade corporativa e social da empresa. Os procedimentos do modelo de *corporate governance* determinam todos os aspectos relevantes para uma gestão eficiente da empresa e tentam manter o equilíbrio através de mecanismos de controlo, a fim de aumentar o valor para os accionistas e a satisfação de todas as partes interessadas. Por outras palavras, *corporate governance* está preocupado com a criação de um equilíbrio entre os objectivos económicos e sociais de uma empresa.

Para Crowther e Sefi (2010) a definição e mensuração de um bom modelo de *corporate governance* ainda é sujeito a avaliação de outros pontos importantes, tais como:

- ✓ A criação de valor sustentável;
- ✓ Atingir metas estabelecidas para empresa;
- ✓ Aumentar a satisfação dos accionistas;
- ✓ Gestão eficiente e eficaz;

- ✓ Aumento da credibilidade;
- ✓ Garantir a eficiente gestão do risco;
- ✓ Proporcionar um sistema de alerta contra todos os riscos;
- ✓ Garantir uma empresa ágil e responsável;
- ✓ Desenvolvimento de controlo e auditoria interna;
- ✓ Manter um equilíbrio entre o benefício económico e social;
- ✓ Garantir uma utilização eficiente dos recursos;
- ✓ Controlar o desempenho.

Segundo Blanchard (2003) o *corporate governance* pode ser definido como um sistema de controlo delineado para monitorar as operações da empresa e os possíveis conflitos de interesses. O conselho de administração é geralmente considerado como um dos mais importantes mecanismos utilizados para atingir essa missão, sendo o seu principal objectivo a representação dos interesses dos accionistas da empresa e maximizar o valor da empresa ou o valor das acções.

De acordo com Douglas (2009) podemos distinguir dois tipos de conflitos distintos entre os grupos de accionistas e credores e entre proprietários e gestores. O primeiro grupo preocupa-se com um conjunto de padrões de comportamentos, tais como, desempenho, eficiência, crescimento, estrutura financeira, e tratamento dos accionistas e outras partes interessadas. O segundo grupo preocupa-se com o quadro normativo, isto é, as regras ou leis que as empresas se regram, tais como, sistema legislativo, o sistema jurídico e os mercados financeiros.

A OCDE (2004) acrescenta que o *corporate governance* estabelece a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa, e determina e controla os meios para alcançar esses objectivos. Um bom *corporate governance* deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e gestão prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas.

Existem vários modelos de *corporate governance*, segundo Batista (2009), os modelos principais baseiam-se no sistema anglo-saxónicos, característico dos países do Reino Unido e dos EUA e no sistema continental, que adopta as características dos países Latinos e Alemão.

Seguidamente são apresentados, sucintamente, os principais sistemas de *corporate governance*: o sistema anglo-saxónico e o sistema continental.

1.1.1. Sistema anglo-saxónico

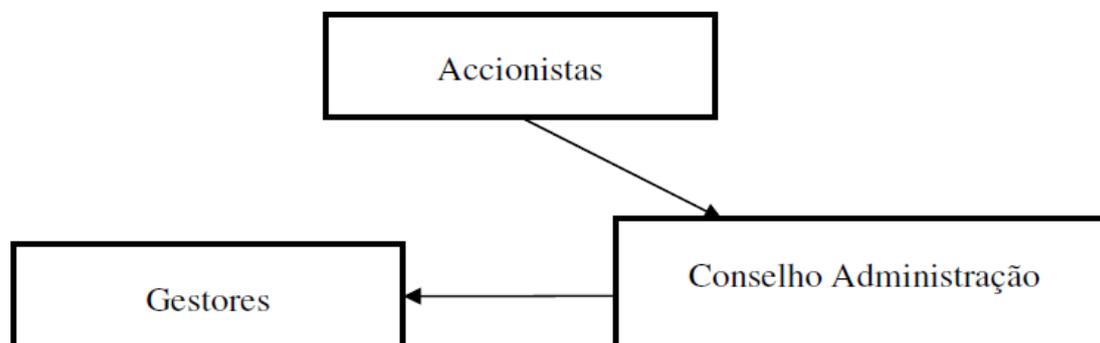
Batista (2009) defende que o sistema anglo-saxónico é típico dos países anglo-saxónicos e é baseado e reforçado pelo comportamento direccionado para o lucro, luta por obter sucesso e empreendedorismo. De acordo com Santos (2009) as preocupações e conseqüentemente as primeiras tentativas de regulamentação do modelo de *corporate governance* tiveram a sua origem nos países anglo-saxónicos, com base no desenvolvimento e importância dos mercados financeiros e de capitais.

Para Silva et al. (2006) o elemento fundamental deste sistema é a convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas, o qual exerce um efeito disciplinador sobre os gestores. Se a gestão for incompetente ou prosseguirem interesses próprios em prejuízo dos seus accionistas, as respectivas empresas não terão o seu valor maximizado, pelo que serão objecto de uma oferta pública de aquisição, na sequência da qual serão substituídas por outras mais competentes e empenhadas na criação de riqueza para os seus accionistas.

Segundo o autor anterior um elemento importante neste sistema é a estrutura do conselho de administração baseado em dois tipos de administradores: os administradores internos e os administradores externos. Os primeiros são, em regra, executivos e frequentemente fizeram carreira na empresa e tem como funções a toma de decisões estratégicas, aconselhar, fiscalizar e avaliar a actividade dos administradores executivos. Os segundos são independentes e, por norma, não executivos e sem ligação à estrutura interna da empresa.

Silva (2006) refere que a fiscalização, avaliação, fixação da remuneração e o despedimento dos administradores executivos compete a comités criados pelo conselho de administração e compostos por administradores externos supostamente independentes. Além da independência, a adequada fiscalização e avaliação dos gestores executivos exige que os administradores não executivos dediquem tempo aos assuntos da empresa e tenham conhecimentos suficientes para o efeito. A estrutura do sistema anglo-saxónico é representada na figura 1.

Figura 1: Estrutura do sistema anglo-saxónico



Adaptado: Batista (2009)

1.1.2. Sistema continental

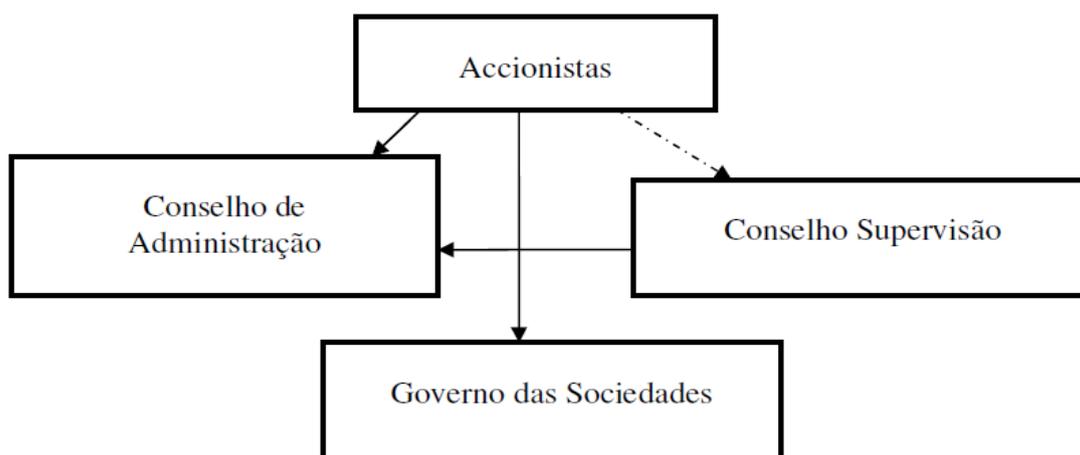
Batista (2009) refere que o sistema continental considera não apenas os interesses dos accionistas, como tem um papel importante no *corporate governance*, geralmente são os accionistas com maior poder que têm parte activa no processo estratégico e na tomada de decisões para a empresa.

Para Silva et al. (2006) o controlo dos gestores pelos maiores accionistas é um elemento fundamental deste modelo. Os maiores accionistas controlam internamente a gestão e tomam

as principais decisões estratégicas para a empresa. Não se verifica que os accionistas com menor poder tenham assento nos órgãos de administração. O problema reside na defesa dos pequenos accionistas face aos grandes accionistas.

Este modelo, segundo Batista (2009), é considerado um modelo de *Double Tier* (dois órgãos): conselho de administração e o conselho geral ou conselho de supervisão, permitindo várias formas para lidar com os problemas de agência entre gestores e accionistas. De acordo com Silva et al. (2006) o conselho geral possui capacidade para fiscalizar e controlar a acção dos gestores executivos dependentes, evidentemente, da independência dos seus membros face a estes gestores e aos accionistas a quem eles se encontrem ligados. A sua constituição reforça a capacidade dos *stakeholders* para fiscalizar a gestão quotidiana e interferir na formulação da política estratégica da empresa. Na figura 2 é ilustrada a estrutura do sistema continental.

Figura 2: Estrutura do sistema continental



Adaptado: Batista (2009)

1.2. Modelos de *corporate governance*

Os sistemas de *corporate governance* referidos anteriormente possuem modelos bem definidos e com características específicas, entre eles, o modelo latino ou também designado por modelo monista, o modelo anglo-saxónico e o modelo dualista. Estes modelos são definidos separadamente em seguida.

1.2.1. Modelo latino

Segundo Batista (2009) o modelo latino é constituído por três órgãos, a assembleia geral, o conselho de administração que inclui membros executivos e não executivos e o conselho fiscal constituído por membros maioritariamente independentes. Os membros do conselho fiscal têm de possuir qualificações e experiência necessária para exercer a sua função, um membro é considerado independente quando não está associado a qualquer grupo de interesses nem se encontra em situação susceptível de afectar a sua isenção.

Na perspectiva de Crowther e Sefi (2011) o modelo latino é fundado no contexto da família e da comunidade local sendo baseado em membros da mesma família e não num superior hierárquico. Neste modelo verifica-se uma responsabilidade social contínua e forte na empresa.

A característica mais importante deste modelo, segundo Batista (2009), é a unificação no mesmo órgão a monitorização e gestão. A decisão final da composição dos órgãos do controlo e gestão é feita em assembleia-geral pelos accionistas, tendo no entanto, a assembleia geral o poder de remover a qualquer momento os membros do conselho de administração.

Silva et al. (2006) refere que a aprovação das contas para submissão à assembleia de accionistas é da responsabilidade do conselho de administração, o qual reserva também para si a aprovação da política estratégica e algumas das decisões mais importantes no que respeita à sua concretização. Assim, o modelo latino em que há comissão executiva acaba por recriar uma dupla instância de tomada de decisões e por criar condições para que a instância superior, o conselho de administração, supervisão e controlo e da instância inferior, a comissão executiva.

De acordo com Batista (2009) este modelo não é aconselhado para sistemas com grupos de accionistas fortes e controladores, pois pode conduzir a problemas de agência elevados entre os accionistas. Na figura 3 observa-se a estrutura do modelo latino.

Figura 3: Estrutura do modelo latino



Adaptado: Batista (2009)

1.2.2. Modelo anglo-saxónico

O sistema anglo-saxónico, segundo Crowther e Sefi (2011), é considerado o modelo predominante na maioria das empresas em todo o mundo.

Batista (2009) defende que o modelo anglo-saxónico é constituído por três órgãos: a assembleia geral, sistema fiscal e conselho de administração, este último incorpora uma comissão de auditoria e revisor oficial de contas. A fiscalização da actuação do conselho de administração é realizada pelo próprio órgão e não por nenhum órgão diferente. A principal vantagem deste modelo reside no facto de a pessoa que fiscaliza detém fácil acesso a toda a informação relevante.

De acordo com o autor anterior este modelo distingue-se do anterior, pelo facto, deste incluir uma comissão de auditoria. Os membros da comissão de auditoria não podem ser removidos por simples decisão da assembleia-geral, para remover um membro da comissão de auditoria é necessário reunir três condições:

- ✓ Justa causa,
- ✓ A resolução da assembleia geral,
- ✓ A resolução da assembleia geral tem de ser aprovada em tribunal.

Estes mecanismos foram criados para proteger a independência das pessoas que desempenham a função de controlo e assim, gerar menores problemas de agência, dado que o órgão que fiscaliza ser independente da gestão. Seguidamente é apresentada na figura 4 a estrutura do modelo anglo-saxónico.

Figura 4: Estrutura do modelo anglo-saxónico



Adaptado: Batista (2009)

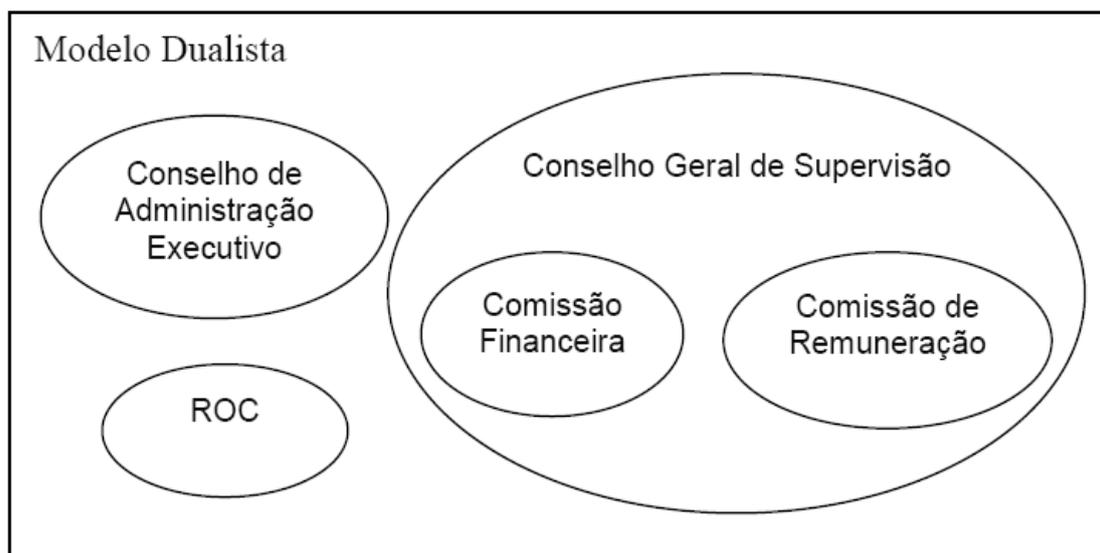
1.2.3. Modelo dualista

Este modelo, de acordo com Batista (2009), é constituído por quatro órgãos: a assembleia-geral, o conselho geral, o conselho executivo e o ROC. O conselho geral é composto por membros eleitos pela assembleia geral que podem ser ou não accionistas. O conselho executivo é composto por membros eleitos pelo conselho geral ou pela assembleia-geral.

Neste modelo, segundo o autor anterior, existe uma maior separação entre a gestão e os detentores da empresa, porque os membros do conselho executivo não são directamente nomeados pela assembleia-geral. O poder da assembleia-geral é limitado a dois poderes, que são, alteração dos estatutos e nomear ou destituir membros do conselho geral e supervisão. A principal característica deste modelo é a limitação da participação dos accionistas na tomada de decisões para a empresa.

Na perspectiva de Silva et al. (2006) o modelo dualista visa criar uma estrutura intermédia entre a assembleia-geral e os gestores executivos, a qual além de outras funções deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e, por consequência, dos accionistas a quem esses administradores se encontrem ligados. Segundo o mesmo autor também se inclui nas tarefas do conselho geral a avaliação do desempenho dos membros da direcção. Assim, os accionistas usualmente reúnem uma vez por ano principalmente para avaliar o trabalho do conselho geral e da direcção. A figura 5 representa a estrutura do modelo dualista.

Figura 5: Estrutura do modelo dualista



Adaptado: Batista (2009)

1.3. Princípios de *corporate governance*

A OCDE (2004) defende que os princípios de *corporate governance* destinam-se a ajudar os governos de estados-membros e países terceiros nos seus esforços para avaliar e melhorar o enquadramento legislativo, institucional e regulamentar do *corporate governance* nos respectivos países e proporcionar linhas de orientação e sugestões para as bolsas de valores, investidores, empresas e outras partes que desempenhem um papel no processo de desenvolvimento de um bom modelo de *corporate governance*.

Os princípios de *corporate governance*, de acordo com a organização referida anteriormente, aplicam-se essencialmente às sociedades de capital aberto ao público, tanto financeiras como não financeiras. No entanto, na medida em que sejam aplicáveis, eles poderão ser uma ferramenta útil para melhorar o *corporate governance* com o capital fechado ao investimento público quer sejam, empresas privadas ou empresas públicas.

Existem dois trabalhos fundamentais que demonstram a importância do *corporate governance* a nível internacional, o relatório Cadbury e os princípios de *corporate governance* da OCDE, sendo modelos para vários países, nomeadamente, os pertencentes à União Europeia. Em continuação, abordar-se-á separadamente estes dois trabalhos.

1.3.1. Relatório Cadbury

Segundo Duarte (2007) foi no Reino Unido que teve lugar a publicação de um dos mais conhecidos trabalhos com vista à melhoria do *corporate governance*, o relatório Cadbury. Para Jones e Pollitt (2003) o relatório Cadbury foi precursor em algumas matérias, entre as quais, a atenção dada ao órgão de administração no processo de tomada de decisão e a importância da constituição de comissões de controlo, sendo que muitas das suas recomendações vieram a ser incorporadas noutros códigos de boas práticas, nomeadamente, nos princípios de *corporate governance* da OCDE. De entre as recomendações formuladas, destacam-se as seguintes:

- Divisão de responsabilidades no topo da organização, de forma, a assegurar que os poderes de decisão não estão todos concentrados no mesmo indivíduo. Isto está relacionado com a separação de poderes entre o presidente da comissão executiva/CEO e o presidente do conselho de administração/*chairman*, a qual a comissão Cadbury considerou desejável, embora apenas a recomende, tendo evitado a sua prescrição;
 - A maioria dos directores não executivos deverá ser independente;
 - Existência de comissões de auditoria com pelo menos 3 directores não executivos;
 - Existência de comissões de remuneração, geridas na sua maioria por directores não executivos;
- A selecção dos directores não executivos deverá ser feita por todos os elementos do órgão de administração.

De acordo com Duarte (2007) em termos de deveres de divulgação de informação, é recomendado que as empresas indiquem no relatório de contas se estão ou não a cumprir o código e caso não o cumpram apresentem razões para tal incumprimento. Beasley (1996) refere que a presença de directores diminui a probabilidade de fraude nos relatórios financeiros e, conseqüentemente, a estas empresas está associada uma menor probabilidade de serem investigadas pelas autoridades reguladoras.

1.3.2. Princípios de *corporate governance* da OCDE

A nível dos organismos internacionais o *corporate governance* também tem merecido atenção, designadamente por parte da OCDE, que em 1999 publicou os Princípios de *corporate governance*, entretanto revistos em 2004 (Duarte, 2007).

Segundo a OCDE (2004) os princípios da OCDE sobre o *corporate governance* foram inicialmente desenvolvidos em resposta a um apelo dos ministros do conselho da OCDE, reunindo-se no sentido da criação, em conjunto com os governos nacionais, outras organizações internacionais relevantes e o sector privado, de um conjunto de normas e orientações relativas ao *corporate governance*. Os princípios de *corporate governance* da OCDE aplicam-se essencialmente às sociedades de capital aberto ao público, tanto financeiras como não financeiras. Um bom modelo de *corporate governance* deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.

A OCDE (2004) considera como mais relevantes os princípios a seguir apresentados:

I. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do *corporate governance*, isto é, o enquadramento do *corporate governance* deve promover mercados transparentes e eficientes, estar em conformidade com o princípio do primado do direito e articular claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis.

II. Os direitos fundamentais dos accionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos, significa que, o enquadramento do *corporate governance* deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos accionistas.

III. Tratamento equitativo dos accionistas significa, que o enquadramento do *corporate governance* deve assegurar o tratamento equitativo de todos os accionistas, incluindo accionistas minoritários e accionistas estrangeiros. Todos os accionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efectiva por violação dos seus direitos.

IV. O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no *corporate governance*, isto é, o enquadramento do governo das sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação activa entre as sociedades e esses

sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.

V. Divulgação de informação e transparência, significa, que o enquadramento do *corporate governance* deve assegurar a divulgação atempada e objectiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que respeita à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da empresa.

VI. Responsabilidades do órgão de administração, isto é, o enquadramento do *corporate governance* devem assegurar a gestão estratégica da empresa, um acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo órgão de administração e a responsabilização do órgão de administração perante a empresa e os seus accionistas.

Segundo Silva et al. (2006) para além dos princípios da OCDE e da acção desenvolvida pela União Europeia nesta matéria, outras iniciativas internacionais têm sido tomadas, nos anos mais recentes, justificadas pela preocupação comum de melhorar a qualidade do *corporate governance* e restaurar a confiança dos investidores nos mercados financeiros e de capitais. Podem mencionar-se, entre as de maior projecção:

- Publicação em 1999, com revisão em 2005, de um “*Statement on Global Corporate Governance Principles*”, baseado nos Princípios da OCDE, da responsabilidade do *International Corporate Governance Network*, (ICGN), instituição fundada em 1995 com o objectivo de facilitar o diálogo internacional em temas de *corporate governance* e que agrega associações de investidores, intermediários financeiros, empresas e entidades académicas;

- Publicação, em Fevereiro de 2000, pela *Euroshareholders* (confederação de associações europeias de accionistas) das *Corporate Governance Guidelines*, consistindo em recomendações e princípios orientadores baseados, uma vez mais, nos Princípios da OCDE;

- Publicação do relatório “*Report on Strengthening Capital Markets against Financial Fraud*”, em Março de 2005, o qual contém os resultados da reflexão levada a efeito pelo grupo de trabalho mandatado pela *International Organisation of Securities Commission (IOSCO)* para estudar o reforço da protecção dos mercados de capitais contra as fraudes financeiras e abuso de mercado. O referido relatório define um plano de acção destinado a desenvolver e aperfeiçoar os princípios e padrões que integram o quadro regulatório sobre *corporate governance* daquela Organização.

No seguimento apresentar-se-ão algumas das limitações que existem nos sistemas de *corporate governance*.

1.4. Limitações dos sistemas de *corporate governance*

Segundo Silva et al. (2006) nos meados da primeira década do século XXI, subsiste uma ampla necessidade de aprofundamento e melhoramento dos mecanismos de *corporate governance*, tanto no que respeita ao padrão anglo-saxónico, como no que diz respeito à europa continental. Existiram um conjunto de escândalos financeiros que trouxeram para o

domínio da opinião pública um debate que há muito se vinha fazendo, pelo menos, nos meios académicos e nos órgãos de regulação e supervisão financeira: a falta de eficácia de alguns dos mecanismos de *corporate governance*.

Na perspectiva de Ben-Amar e Boujenoui (2006) devido a estes escândalos financeiros e ao aumento do risco para os investidores as agências reguladoras da informação accionista dos vários países instituiu uma organização com a missão de estabelecer “códigos de boas práticas” de *corporate governance* nas empresas cotadas.

As limitações, destacadas por Silva et al. (2006), para os sistemas de *corporate governance* são:

(i) Mercado de controlo das empresas

Silva et al. (2006) refere que o mercado de controlo das empresas tem uma relação fraca com a performance e é pouco impulsionado pelo *corporate governance* operando muito mais intensamente por força do factor dimensão. Isto significa, que uma grande empresa pouco lucrativa tem maior probabilidade de sobreviver com independência do que uma pequena empresa muito rentável.

(ii) Sistema remuneratório

Segundo Silva et al. (2006) os mecanismos remuneratórios que foram usados ao longo da década de noventa para alinhar os interesses entre gestores e accionistas, em grande parte, falharam os seus objectivos. O elevado crescimento das remunerações e a falta de informação sobre as mesmas, são factos que demonstram que este sistema não funciona de forma correcta. Assim, conclui-se que o sistema de remunerações utilizadas não consegue promover o alinhamento dos interesses entre os gestores com os dos accionistas.

(iii) Auditoria, divulgação de informação e controlo externo pelo mercado de capitais

Para Silva et al. (2006) os mecanismos de incentivo, baseados nos resultados ou nas cotações, não só terão falhado no alinhamento de interesses entre gestores e accionistas, como igualmente terão contribuído para a falência de outros mecanismos, como a qualidade da informação reportada e o controlo passivo exercido pelos analistas financeiros. Num contexto em que as cotações estão sobreavaliadas e os analistas financeiros estabelecem fasquias cada vez mais elevadas nas suas previsões de resultados, os gestores enfrentam duas opções: ou desapontam os analistas, reduzindo as expectativas quanto à capacidade da empresa gerar valor e sendo penalizados na sua remuneração, ou alimentam falsas expectativas, recorrendo a gestão de resultados e a práticas contabilísticas pouco ortodoxas. De acordo com os mesmos autores a actuação dos analistas financeiros contribuindo para a sustentação desta espiral, em vez de contribuir para a racionalidade do mercado e para a aproximação das cotações aos valores fundamentais, terá estado muito longe do que era suposto e desejado. Além disso, a independência dos auditores externos era já objecto de suspeita de que, mais do que trabalhar para os accionistas, os auditores trabalhavam para os gestores, e acumulavam funções de auditoria com funções de consultoria questionável.

(iv) Independência dos administradores externos

Na perspectiva de Silva et al. (2006) o administrador deve ser independente de todos os outros administradores e gestores, assim como, de todos os accionistas da empresa e outros interesses relevantes em torno desta, como o caso, dos fornecedores, clientes, credores, trabalhadores, entre outros. Um administrador independente deve sentir-se livre de cumplicidades e deve sentir-se apenas comprometido com o cumprimento dos objectivos da empresa e com o tratamento equitativo de todos os accionistas. Além disso, os administradores independentes devem sentir-se livres da própria empresa, tendo condições e tendo disponibilidade mental para em qualquer momento cessarem as suas funções.

A independência é em última instância uma questão de sentimento, de integridade e de honestidade pessoal, razão pela qual não existe um perfil consensual para a figura do administrador independente. Segundo o mesmo autor ainda neste contexto, uma crítica recorrente é a de que os administradores independentes não têm tempo nem conhecimentos, tanto no campo financeiro, como no campo técnico específico dos negócios, para absorver toda a informação necessária à compreensão do funcionamento da empresa.

(v) Influência dos accionistas

Silva et al. (2006) defendem que os grandes accionistas sejam ou não maioritários têm interesse em influenciar as decisões dos gestores de forma a obter melhor performance, e têm mais poder para isso que os pequenos accionistas. Os investidores institucionais são investidores poderosos pois detêm uma importante quantidade de acções cotadas em bolsa desempenhando um papel importante na fiscalização e no controlo das empresas cotadas. Além disso, é suposto não terem interesses privados que colidam com os interesses dos demais accionistas, pelo que são muitas vezes vistos como accionistas com potencial capacidade para influenciar e controlar a equipa de gestão.

(vi) Regulação e supervisão

De acordo com Silva et al. (2006) os escândalos financeiros ocorridos no final dos anos noventa são testemunho de que casos de mau governo podem acontecer. A regulação e a supervisão, por si só, não garantem que as empresas sejam sistematicamente geridas no interesse dos seus accionistas e que estes sejam tratados de modo equitativo. Basta notar que as autoridades de supervisão, tal como, os pequenos accionistas e o público em geral, são vítimas de assimetria de informação, face às equipas de gestão e aos accionistas de controlo, não obstante poderem desempenhar um papel importante no sentido do esbatimento desta assimetria.

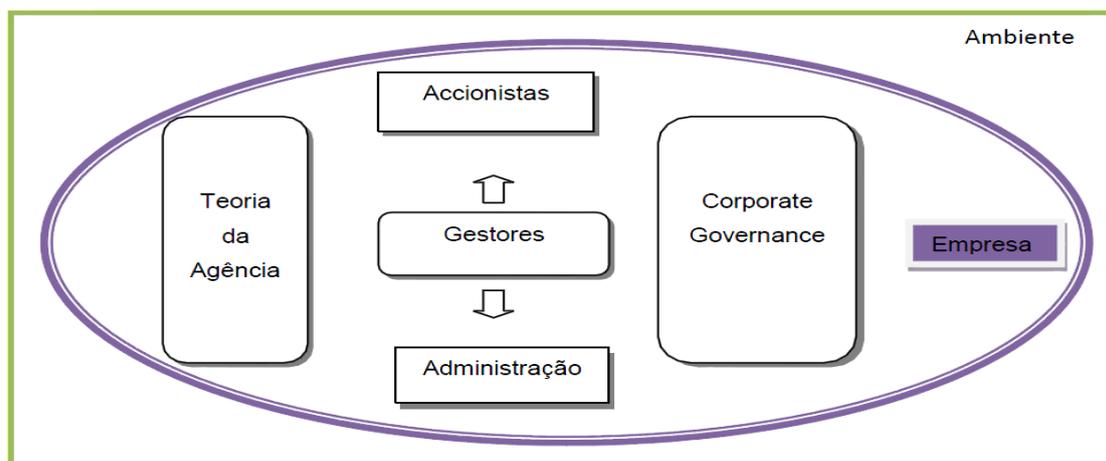
1.5. Teoria da agência

Para alguns autores as questões em torno do *corporate governance* resumem-se a um problema de agência, com a gestão em certas situações a funcionar como agente de si próprio em vez de agente dos investidores (Duarte, 2007). Devido à complexidade do conceito de

corporate governance, têm sido desenvolvidas várias teorias que tentam enquadrar este tema (Costa & Santos, 2011).

Segundo Arruda, Madruga e Junior (2008) a teoria mais desenvolvida, e a partir da qual grande parte dos modelos e processos de *corporate governance* têm sido adoptados, é a teoria da agência. É fundamental a existência de ferramentas de controlo e análise para os gestores tornarem decisões precisas para os accionistas e os administradores da empresa, de forma a minimizar o conflito da teoria da agência. O *corporate governance* tem como objectivos otimizar o resultado económico da organização e contribuir para a sua continuidade. A figura 6 ilustra as interações que os gestores têm com a administração e os accionistas dentro de uma empresa, bem como, com a teoria da agência e o *corporate governance* para harmonizar os interesses de todos estes grupos.

Figura 6: Controlo, *corporate governance* e teoria da agência



Adaptado: Arruda et al. (2008)

De acordo com Fama (1980) a teoria da agência trata da separação entre a propriedade da empresa e a gestão a partir da motivação dos agentes individuais e análise dos conflitos e dos custos resultantes da propriedade e controlo de capital. Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como sendo um contrato onde uma ou mais pessoas realizam para ambas as partes tentam maximizar o lucro, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente, envolvendo consequentemente o risco de expropriação.

Na perspectiva de Fama (1980) os accionistas não participam na gestão da empresa, essa participação é representada pela sociedade através das acções que limitam a responsabilidade do accionista para com a organização conforme a parcela de capital que este investiu. Para Costa e Santos (2011) os mercados são ineficientes, designadamente, quanto às assimetrias de informação, conduzindo a que os *agency theorists* argumentem que os gestores tendem a defender os seus interesses e não os dos accionistas.

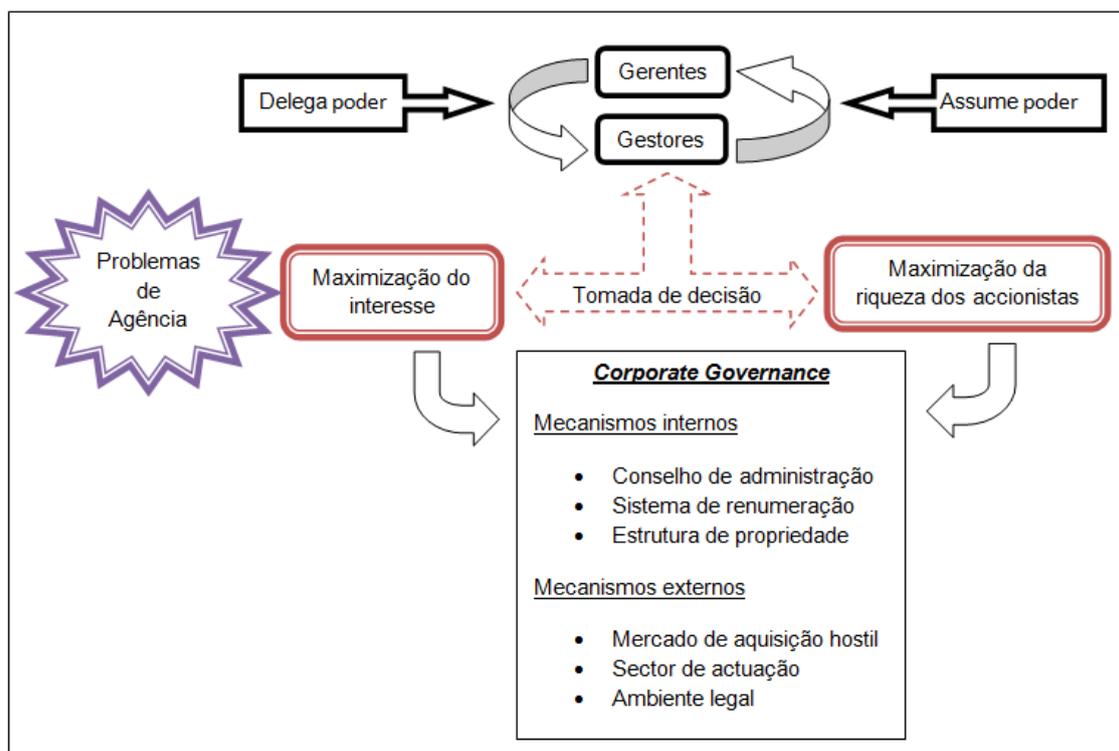
Para Robicheaux, Fu e Ligon (2008) os custos de agência surgem a partir do alinhamento imperfeito dos interesses entre duas partes, assim, os custos que advêm de acções que os gerentes obtêm para aumentar o seu poder na empresa, têm sido referidos como custos de

agência do capital externo, embora os interesses dos credores também podem ser prejudicados por essas acções. Batista (2009) refere que a importância dos modelos de *corporate governance* advém da percepção dos benefícios em termos de captação e retenção de capital e no alinhamento de interesses dos gestores com os dos accionistas.

Esta teoria sugere que num ambiente sem assimetrias de informação os custos de agência serão suportados pelos accionistas. Neste ambiente, as fortes medidas de *corporate governance* podem ser consideradas como uma forma para reduzir as estruturas de endividamento (Robicheaux, Fu & Ligon, 2008).

Segundo Cunha (2005) a diminuição dos efeitos causados pelo problema de agência depende da existência de mecanismos internos e externos, a que são os modelos de *corporate governance*, que harmonizem a relação entre accionistas e gestores. Através da figura 7 podemos observar os mecanismos de alinhamento de interesses entre gerentes e gestores no sistema de *corporate governance* de uma empresa.

Figura 7: A relação entre o problema de agência e o *corporate governance*



Adaptado: Cunha (2005)

Jensen e Meckling (1976) distinguem dois tipos de custos de agência: os custos de agência do financiamento por acções detidas por accionistas externos e os custos de agência do endividamento. Quando o proprietário/administrador 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

personais retirados da actividade da empresa. Nestas circunstâncias, o proprietário administrador procura maximizar os seus benefícios pessoais em detrimento dos accionistas externos.

Na perspectiva de Cunha (2005) podem-se mencionar 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.

Para Silva (2009) a relação entre o endividamento e o *corporate governance* no âmbito da relação controversa entre accionistas e gestores divide-se em duas perspectivas:

- i) Perspectiva da substituição;
- ii) Perspectiva do resultado.

Para Silva (2009) a perspectiva da substituição estabelece que o endividamento e as práticas de *corporate governance* concorrem para o mesmo objectivo em impedir a expropriação dos direitos dos accionistas por parte da gestão ou dos accionistas que controlam a empresa, pelo que as empresas com pior governo deveriam ser mais endividadas, uma vez que a dívida substitui os outros mecanismos de governo na resolução do problema da agência. Os gestores de empresas endividadas têm incentivos para aumentar a eficiência de modo a eliminarem os efeitos nefastos do processo de falência.

Jensen e Meckling (1976) referem que a estrutura de capitais funciona como um mecanismo de *corporate governance* na medida em que o endividamento actua como factor disciplinador, limitando a função dos gestores ao reduzir o *cash-flow*, ao criar pressões em termos de desempenho para o pagamento do serviço da dívida e ao aumentar o incentivo dos credores na monitorização da gestão.

A perspectiva do resultado, segundo Silva (2009), assenta na ideia que a estrutura de capitais é resultado do poder do gestor na organização, que por sua vez é limitado pelos mecanismos de *corporate governance*. A inexistência de mecanismos de *corporate governance* eficazes deverá influenciar o nível de endividamento da empresa.

Fama (1980) explica que os gestores são reservados relativamente ao nível de endividamento das suas empresas, pois esta opção permite reduzir o risco a fim de proteger o seu capital financeiro e humano pouco diversificado. A equipa de gestão, ao ter grande parte do seu bem-estar associado aos seus empregos é bastante sensível aos custos de falência induzidos pelo endividamento, pelo que tenderá a minimizar esse risco, usando menos dívida que o ponto óptimo e assim, maximizar o bem-estar para os accionistas.

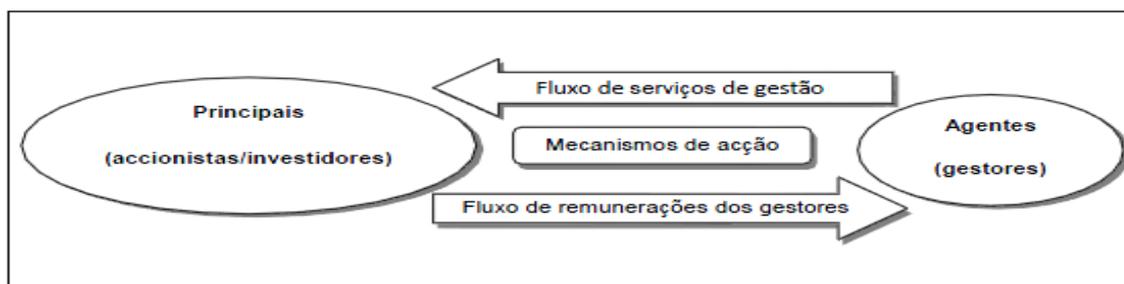
John e Senbet (1998) citado por Silva (2009) abordam os mecanismos de *corporate governance* como um conjunto de práticas que permitem diminuir os custos de agência entre accionistas e obrigacionistas. Os autores referem que a possibilidade dos credores poderem ser expropriados por parte dos accionistas implica que se protejam, por exemplo, exigindo compensações em caso da alteração da política de investimentos, limitando a política de financiamento futura da empresa ou simplesmente exigindo taxas de juro mais elevadas. A adopção de mecanismos de *corporate governance* permite eliminar a ineficiência económica

causada pelo conflito de interesses entre accionistas e obrigacionistas, destacando a adopção de projectos de menor valor mas de maior risco de modo a maximizar o valor para os accionistas e os problemas de sub-investimento resultantes do facto dos projectos com valor actual líquido positivo não serem implementados por beneficiarem mais os obrigacionistas do que os accionistas.

1.6. Mecanismos de acção sobre a gestão

Dado o problema de agência que o *corporate governance* implica, convém estudar os mecanismos de acção colectiva ao dispor dos accionistas para reduzir as assimetrias de informação e as dificuldades de fiscalização (Duarte, 2007). A gestão pode ser interpretada como a forma de gerir uma empresa com a finalidade de criar e manter valor para os accionistas (Crowther & Sefi, 2010). Na figura 8 são apresentadas as interacções dos principais agentes económicos, onde os gestores em permuta dos seus serviços de gestão aos accionistas/investidores recebem aumentos na remuneração.

Figura 8: Interações dos principais agentes



Adaptado: Duarte (2007)

Os mecanismos representados corresponderiam à vertente interna do *corporate governance*, conforme a designação dada pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, e a vertente externa seria a avaliação do desempenho das sociedades feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, 2005).

Segundo Duarte (2007) existem abordagens semelhantes, distinguindo os mecanismos que se referem a incentivos internos, ou seja, que definem as relações entre os principais intervenientes na organização, dos que se referem a forças externas, como a legislação e os regulamentos.

No ponto seguinte serão expostos sucintamente os mecanismos de acção sobre a gestão entre os principais intervenientes numa empresa.

1.6.1. Ofertas públicas de aquisição

Segundo Duarte (2007) as OPA's têm duas vantagens: reduzem o monopólio de informação do gestor e disciplinadoras da gestão. Para uma OPA ter sucesso é necessário que o oferente consiga mais de 50% das acções com direito de voto. Os oferentes ineficientes têm que pagar um preço mais alto para adquirirem o controlo. Para evitar as OPA's, as organizações podem adoptar medidas de defesa, tais como, estabelecer limites ao exercício dos direitos de voto, restrições à transmissibilidade de acções, direitos especiais de algum accionista e acordos, entre outros.

1.6.2. Concentração de propriedade

Na perspectiva de Duarte (2006) a concentração de propriedade ou poder de voto permite que o accionista maioritário tenha o poder suficiente para controlar a gestão e implementar as mudanças necessárias. No entanto, acarreta também os seus próprios problemas de agência com a possibilidade de expropriação dos accionistas minoritários, atendendo a que o accionista maioritário está, por norma, directa ou indirectamente, envolvido na gestão e dispõe de mais informação que os accionistas minoritários.

1.6.3. Órgãos de administração

Para Duarte (2006) a estrutura dos órgãos de administração pode ser de dois tipos como verificamos anteriormente: latino, quando são compostos simultaneamente por membros executivos e membros não executivos e dualista, quando as funções de supervisão e de gestão estão separadas, com a primeira entregue a um conselho geral e a segunda à direcção. Um dos aspectos que mais interessa estudar em termos da sua relação com o desempenho da organização, é o da independência dos órgãos de administração, dado ser um aspecto fulcral em que assentam muitos dos códigos de boa prática do *corporate governance*.

1.6.4. Remuneração dos gestores e dos directores

Duarte (2006) refere que na base da actuação dos gestores estão tanto os incentivos explícitos, regra geral, a remuneração enquanto elemento associado ao desempenho, como os implícitos, estes traduzidos na ameaça de demissão ou na possibilidade de prestação de serviços aos órgãos de administração após a aposentação. A remuneração é assim, uma das formas de alinhar os objectivos dos gestores e dos directores com os dos accionistas. No caso das empresas cotadas, compreende essencialmente três componentes: remuneração fixa,

bónus associado a resultados de curto prazo, por exemplo lucros contabilísticos, e uma componente variável associada a um plano de acções, como as *stock options*.

1.6.5. Monitorização por parte dos credores

Os bancos são dos credores mais importantes e, muitas vezes, grandes investidores, por isso, um dos mais estudados em termos das suas relações com as empresas. O seu poder provém normalmente dos direitos de voto e não das participações que possuem nas empresas que, regra geral, não são as mais elevadas. No entanto, a sua eficácia tal como a eficácia dos accionistas, depende dos direitos jurídicos que possuem (Duarte, 2006).

CAPÍTULO II

METODOLOGIA

2. Metodologia

A metodologia desta dissertação inicia-se com a pergunta de partida prosseguindo depois com a definição das variáveis, a apresentação das hipóteses em estudo e a construção do modelo de análise. A pesquisa realizada tem como finalidade responder à questão: quais os determinantes que podem influenciar a escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas da Península Ibérica. Para contrapor a questão será necessário analisar detalhadamente algumas variáveis cruciais para este estudo.

Segundo o estudo de Batista (2009) cada vez mais as empresas procuram mecanismo de protecção dos direitos dos accionistas estabelecendo condições para a criação de riqueza e valor numa base sustentável para todos os grupos. Nesta perspectiva torna-se fundamental a adopção de modelos de *corporate governance* de forma a eliminar problemas de agência que possam existir nas empresas. A estrutura do *corporate governance* é composta por um conjunto de funções específicas e de processos de inspecção de acções de gestão da sociedade (Santos, 2009).

O estudo de Jiangyong, Bin e Xiaohui (2009) conclui que os conflitos entre os proprietários e os gestores são importantes para a formação da estrutura de *corporate governance* e para a delineação de estratégias para a empresa. Segundo Filatotchev et al. (2001) citado por Jiangyong et al. (2008) os estudos existentes na literatura universal defendem que os efeitos do *corporate governance* sobre as escolhas estratégicas das empresas são explicados através da teoria da agência, isto é, existe uma ligação directa entre as práticas de *corporate governance* e os resultados estratégicos.

A investigação de Ben-Amar e Boujenoui (2006) reforça a importância da divulgação da qualidade da informação do *corporate governance*, esta investigação contribui para a identificação dos factores que explicam a qualidade na divulgação da informação para os investidores.

Em conformidade com os estudos realizados sobre este tema as escolhas estratégicas não são tomadas só através de condições da economia ou pela capacidade da empresa mas também por reflexos do exterior e restrições internas da empresa. De seguida, será apresentada a variável dependente do estudo.

2.1. Variável dependente

A variável modelo de *corporate governance* é a variável explicada do modelo em estudo, sendo classificada em variável *dummy*, isto significa, que é efectuada uma análise a dois modelos diferentes, ao modelo latino e ao modelo anglo-saxónico. Esta variável é definida por os seguintes parâmetros:

$$\text{Modelo } \textit{corporate governance} \left\{ \begin{array}{l} 1 \text{ se o modelo é anglo - saxónico} \\ 0 \text{ se o modelo é latino} \end{array} \right.$$

A variável dependente modelo de *corporate governance* assume o valor de 1 se o modelo é anglo-saxónico e 0 se o modelo é latino.

Em relação aos determinantes que influenciam a escolha do modelo de *corporate governance*, foi realizada uma análise sobre as variáveis que mais influenciam essa decisão. De seguida, serão apresentadas as variáveis independentes em estudo, bem como, as hipóteses que serão testadas e analisadas.

2.2. Variáveis independentes e hipóteses em estudo

Em apoio em análises anteriores sobre o *corporate governance*, estabeleceu-se um conjunto de variáveis relevantes para a análise deste tema. As variáveis que serão analisadas são: concentração accionista; *return on equity*; índice bolsista do mercado; tamanho da empresa; estrutura financeira; capitais públicos; rácio da administração; capitalização bolsista; sector de actividade. As variáveis introduzidas de novo em relação ao estudo de Batista (2009) são: índice bolsista do mercado, tamanho da empresa, rácio da administração, capitalização bolsista e sector de actividade. Assim sendo, neste contexto, esta pesquisa terá como objectivo desenvolver um modelo assente em hipóteses para examinar empiricamente a relação existente entre estas variáveis. Sucessivamente serão expostas as variáveis, tal como, a apresentação das hipóteses em estudo.

2.2.1. Concentração accionista

Segundo Jiangyong et al. (2008) a concentração de accionistas é uma variável relevante devido a importância que os accionistas podem ter numa empresa, nomeadamente aos conflitos internos. A concentração accionista é uma das principais variáveis do modelo, na revisão literária podemos verificar que uma das características diferenciadoras dos dois modelos de *corporate governance* é a estrutura accionista que cada empresa apresenta no mercado bolsista.

Na perspectiva de Jensen e Meckling (1976) quando uma empresa possui apenas pequenos accionistas, existem maiores incentivos e interesse em monitorizar a gestão ou gerir eficientemente a empresa. Existem alguns custos associados à gestão, tais como, os interesses dos accionistas maioritários podem não estar alinhados com os interesses dos accionistas minoritários, conduzindo a custo de agência entre accionistas maioritários e minoritários.

Batista (2009) refere que o modelo latino não é aconselhável para estruturas accionistas muito concentradas, nos casos de concentração accionista será mais aconselhável o modelo anglo-saxónico, dado que, existem órgãos autónomos de gestão e monitorização e o poder e o impacto na gestão dos accionistas maioritários será menor. Como medida de análise da concentração accionista foi utilizado o índice de *Herfindahl*. Este índice é muito utilizado como método de avaliação do grau de concentração no mercado. O índice é calculado da seguinte forma:

$$2.1.1.1) H_i = \sum_{i=1}^n (S_{i,t})^2$$

Em que:

H_i - Índice *herfindahl* para a empresa i

$S_{i,t}$ - Participação accionista do grupo t na empresa i

Neste caso o valor do índice irá variar entre 1 e 0. Quanto mais próximo estiver o índice de 1, maior é a concentração accionista. Para cada uma das empresas tentou considerar-se as cinco maiores participações, algumas das empresas não foi possível considerar as cinco participações dado não existir número suficiente de participações significativas. O ano base de cálculo da concentração accionista é 2011, ano de referência para este estudo dos modelos de *corporate governance*. Consideramos que deverá existir uma relação positiva entre esta variável explicativa e variável dependente ($Y=1$).

H1: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo nível de concentração accionista.

2.2.2. Return on equity

De acordo com Brandão (2002) um dos indicadores de rentabilidade da estrutura financeira é o *return on equity* (ROE) ou retorno sobre o capital próprio. O ROE é uma medida de desempenho empresarial muito utilizada para determinar o retorno sobre o património líquido.

Na perspectiva de Lang e Lundholm (1993) as pesquisas desenvolvidas na área contabilística evidenciam uma relação recíproca entre o desempenho financeiro da empresa e a qualidade na divulgação de informação. Os gestores das empresas que experimentam um bom desempenho têm incentivos para melhorar a sua empresa a nível de divulgação de governança e qualidade apresentando assim, um bom sistema de *corporate governance*. No entanto, segundo o mesmo autor, os gestores das empresas que tenham um mau desempenho financeiro deve aumentar a qualidade de *corporate governance* para convencer os accionistas e potenciais investidores que o sistema da empresa está a melhorar o seu desempenho na divulgação da informação com maior transparência.

Batista (2009) refere que este indicador traduz o lucro que a empresa gerou com o capital dos accionistas. As empresas com ROE mais elevado aparentemente traduzem mais riqueza para o accionista. No modelo anglo-saxónico geralmente existe uma separação da propriedade e gestão, o que permite um maior poder aos gestores. Como os gestores agem de acordo com os seus interesses e não dos accionistas estes tendem a investir em projectos de curto prazo que permitam beneficio no curto prazo, enquanto no modelo latino, os accionistas têm um maior controlo e monitorização sobre a empresa e tendem a investir em projectos de longo prazo que permitam maior rentabilidade. A variável explicativa *return on equity* foi calculada com base na seguinte expressão:

$$2.1.2.1) \text{ROE } i = \frac{\text{RL } i}{\text{Capitalização Bolsista } i}$$

Em que:

RL *i* – Resultado líquido da empresa *i*

Capitalização Bolsista - Nº. de acções da empresa *i* * cotação da empresa *i*. Foi considerada a cotação da empresa *i* em 31/12/2011.

Após o cálculo do ROE para o ano 2009, 2010 e 2011, foi necessário a determinação da média aritmética para resolução do ROE médio. No caso de observação de apenas um ano, não será necessário a aplicação da média aritmética do ROE. A relação entre a variável explicada e a variável explicativa ($Y=0$) deve ser positiva.

H2: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo *return on equity*.

2.2.3. Índice bolsista do mercado

O PSI-20, segundo NYSE Euronext (2012), é o principal índice de referência da evolução do mercado de acções em Portugal e reflecte a evolução dos preços das 20 emissões de acções de maior dimensão e liquidez seleccionadas do universo das empresas admitidas à negociação na Euronext Lisboa. O objectivo principal da Euronext Lisboa é representar o mercado de capitais Português sendo responsável pela negociação da emissão de futuros e opções.

As Bolsas y Mercados Españoles (2011) defendem que o IBEX-35 é o principal índice da bolsa de Madrid, elaborado pelas bolsas e mercados Espanhóis, a sua composição consiste nas 35 maiores empresas cotadas, cuja importância no índice é ponderada pela capitalização bolsista.

Com a finalidade de aumentar a transparência dos sistemas de controlo interno das sociedades cotadas e estimular as boas práticas neste domínio, a Comissão Nacional dos Mercado de Valores colocou recentemente em consulta pública 46 recomendações relativas ao controlo interno sobre a informação financeira das sociedades cotadas (CNMV, 2012).

Uma empresa cotada no índice PSI-20 ou no índice IBEX-35, segundo Batista (2009), tem uma maior exigência em termos de divulgação de informação. Esta evidência poderá levar a empresa a escolher um modelo de *corporate governance* mais transparente em que existe um maior controlo, uma maior independência dos órgãos de controlo e uma maior exigência em participação intervenientes independentes nos órgãos sociais, como o modelo anglo-saxónico.

Esta variável explicativa é dada pelos indicadores de índice PSI-20 e IBEX-35 tratando-se de uma variável *dummy* que assume os seguintes valores:

$$\text{Índice bolsista do mercado} \begin{cases} 1 & \text{se } i \text{ faz parte do PSI-20} \\ 0 & \text{caso } i \text{ faça parte do IBEX-35} \end{cases}$$

Em que, i é a empresa.

A variável assume o valor 1 se a empresa i faz parte do PSI-20 e 0 se a empresa não faz parte do PSI-20, logo, faz parte do IBEX-35. Neste caso deverá haver uma relação positiva entre a variável dependente e a variável explicativa ($Y=1$).

H3: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo índice bolsista do mercado.

2.2.4. Estrutura financeira

A estrutura financeira refere-se à composição financeira e patrimonial de uma empresa, a análise financeira consiste na decomposição de elementos contabilísticos e na observação de dados concretos sobre a liquidez da empresa com o objectivo de conhecer a sua situação real. Assim, a estrutura financeira tem carácter de elevada importância, no sentido de avaliar a viabilidade financeira dos projectos apresentados, dando ênfase ao capital (Brealey & Myers, 1999).

A estrutura financeira da empresa, segundo Batista (2009), reflecte o nível de endividamento da empresa. O nível de endividamento é determinado pela política de investimento da empresa e pode influenciar a escolha do modelo de *corporate governance* devido às questões de agência entre accionistas e gestores.

De acordo com Jensen (1986) citado por Batista (2009) o endividamento é um mecanismo de redução dos problemas de agência entre gestores e accionistas. O risco de agência existe pelo facto da empresa ter *free cash flow*, isto é, *cash flow* em excesso que o necessário para financiar projectos com $VAL > 0$. Com o endividamento da empresa os gestores vão ter de libertar *cash flow* necessários para fazer face ao serviço da dívida e desta forma, não irão investir o *free cash flow* em investimentos com $VAL < 0$. Uma empresa com maior *interest*

coverage ratio pode reflectir um modelo de *corporate governance* mais susceptível de problemas de agência entre os gestores e accionista, pois liberta um maior *cash flow*.

Como medida da estrutura financeira foi utilizado o *interest coverage ratio* que é dado pela expressão:

$$2.1.4.1) \text{InterestCoverageRatio } i = \frac{EBIT\ i}{\text{interestExpense } i}$$

Em que:

InterestCoverageRatio *i* – Rácio da cobertura dos juros pelo *EBIT* da empresa *i*

EBIT *i* - Resultados operacionais da empresa *i*

InterestExpense *i* - Encargos financeiros líquidos da empresa *i*

Este indicador avalia a capacidade da empresa de pagar os juros da dívida existente. Quanto menor o rácio, maior a sobrecarga da empresa com a dívida e maior a probabilidade de entrar em falência. Se este indicador é inferior a 1, significa que, a empresa está com dificuldades em gerar os *cash flow* necessário para pagar os juros das suas responsabilidades. Para as empresas que possuíam um *interest coverage ratio* inferior a zero foi considerado o valor de zero.

Segundo Batista (2009) as empresas que têm um *interest coverage ratio* mais elevado devem optar por um modelo de *corporate governance* no qual os accionistas têm um maior controlo, o modelo latino. A relação existe entre esta variável e a variável dependente deveria ser negativa ($Y=1$).

H4: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pela estrutura financeira.

2.2.5. Capitais públicos

A variável capitais públicos é caracterizada pela existência de capitais públicos em empresas com valores cotados no mercado bolsista de Portugal e de Espanha, desta forma, as empresas possuem accionistas públicos que poderão influenciar as empresas privadas na sua gestão.

Tendo a empresa capitais públicos é necessário um modelo de *corporate governance* em que o papel dos accionistas seja predominante e que permita aos accionistas a escolha dos seus executivos e assim, evitando a influência mais directa dos accionistas públicos na gestão da empresa. A melhor forma de evitar os custos de agência entre accionistas públicos e restantes accionistas é adopção de um modelo de *corporate governance* que permita um maior poder aos restantes accionistas (Batista, 2009).

O modelo latino será aconselhado caso a restante estrutura accionista seja forte e o modelo anglo-saxónico será aconselhado numa estrutura accionista mais dispersa, no qual o papel dos accionistas na gestão e controlo não é tão importante e neste caso os accionistas

públicos não poderão influenciar a gestão da empresa (Batista, 2009). A variável capitais públicos é uma variável *dummy* que assume os seguintes valores:

$$\text{Capitais públicos } i \left\{ \begin{array}{l} 1 \text{ se } i \text{ tem capitais públicos} \\ 0 \text{ caso contrário} \end{array} \right.$$

Em que, i é a empresa.

A variável assume o valor de 1 se a empresa i tem participações do estado e 0 se a empresa apenas tem participações privadas. Relativamente a esta variável não sabemos qual o impacto na escolha do modelo.

H5: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelos capitais públicos.

2.2.6. Tamanho da empresa

Segundo Ben-Amar e Boujenoui (2006) o tamanho da empresa é um factor determinante nas práticas do *corporate governance*, pois as grandes empresas possuem recursos elevados para a preparação de informação com qualidade. A literatura contabilística tem constantemente confirmado a existência de uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a qualidade da divulgação de informações para os investidores.

Para Destefanis e Sena (2007) os mecanismos de *corporate governance* são capazes de resolver problemas de agência existentes dentro de empresas devido à separação entre o direito de propriedade e controlo. Segundo os mesmos autores a análise feita por Kole (1995) sugere a existência de uma relação positiva entre o desempenho das empresas e o seu tamanho, sendo mais visível este impacto nas empresas com menor dimensão do que para as empresas de maior dimensão.

Brandão (2002) refere que a dimensão das empresas é medida através das vendas, sendo um factor importante para os gestores, pois é um dos pontos que mais interessa observar a todos os intervenientes directos os indirectos de uma empresa. Assim, os gestores das empresas são incitados a utilizarem técnicas financeiras que diminuam os resultados das grandes empresas a fim de evitar transferências de fundos das suas sociedades. O tamanho da empresa é determinado através da seguinte expressão:

$$2.1.6.1) \text{ Tamanho da empresa } i = \text{Log} (\text{vendas } i)$$

O tamanho da empresa é determinado através do algoritmo da média aritmética do valor das vendas e prestação de serviços da empresa i dos anos económico de 2009, 2010 e 2011

(Jiangyong et al., 2009). Na análise feita aos anos individualmente não se aplica a média aritmética no valor das vendas e na prestação de serviços. Segundo Batista (2009) o maior ou menor crescimento da empresa pode explicar a escolha de um modelo de *corporate governance* que traduz uma melhor gestão por parte conselho de administração e menores custo de agência entre a gestão e os accionistas.

É importante a análise desta variável, pois a empresa pode estar a ganhar dimensão e não se traduzir em ganhos para os accionistas. Como por vezes os incentivos dos gestores estão associados ao crescimento da dimensão da empresa, estes terão interesse em alavancar rácios como o volume de negócios sem que este se traduza em riqueza para os accionistas. Neste caso deverá haver uma relação negativa entre a variável dependente e a variável explicativa ($Y=0$).

H6: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo tamanho da empresa.

2.2.7. Rácio da administração

A definição de conselho de administração independente difere de um mercado para outro, porém, os seus principais elementos permanecem os mesmos. O princípio geral é que um administrador independente deve gozar de plena liberdade em relação a gestão, os controladores, e outros que possam influenciar o seu julgamento (IFC, 2012).

O conceito de administrador independente é um conceito recente para as empresas cotadas, empresas geralmente de maior dimensão e cujo capital se encontra disperso, cada vez existe uma maior consciência de que para ser administrador é necessário apresentar algumas qualidades específicas, nomeadamente, conhecimentos de gestão e experiência em empresas, criatividade e gosto pelo risco (Nogueira, 2011).

O conselho de administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos. De entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores (IFC, 2012).

Os administradores independentes se devem concentrar essencialmente numa função de supervisão da sociedade, o que tem levado a passar para segundo plano outras funções que eram atribuídas aos administradores não executivos, como o aconselhamento da sociedade e dos seus quadros, ou a definição estratégica da actividade societária (CGOV, 2007). A expressão para determinar a variável rácio da administração é:

$$2.1.7.1) \text{ Rácio da Administração} = \frac{\text{administradores não executivos}}{\text{administradores independentes}} / 100$$

Relativamente a esta variável não se sabe o impacto na escolha do modelo de *corporate governance*.

H7: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo rácio da administração.

2.2.8. Capitalização bolsista

A capitalização bolsista é uma informação financeira que representa o valor de uma empresa do ponto de vista dos mercados, este valor está relacionado com a cotação bolsista da empresa. A capitalização bolsista de uma empresa é uma estimativa do valor total da empresa a partir da sua cotação em bolsa, esta estimativa está sujeita a variações bruscas resultantes de movimentos especulativos baseados na mudança das expectativas acerca dos seus resultados financeiros, ou na expectativa de fusões ou aquisições (CGOV, 2007).

Numa perspectiva de análise financeira, a capitalização bolsista constitui uma aproximação do valor de mercado da empresa. Numa perspectiva de análise económica, a capitalização bolsista é um dos indicadores que permite avaliar o tamanho da empresa. A capitalização bolsista é dada pela seguinte expressão:

$$2.1.8.1) \text{ Cap. bolsista} = \text{Número de acções do ano} * \text{Valor de fecho da cotação da acção}$$

Em relação a esta variável é desconhecido o impacto na escolha do modelo de *corporate governance*.

H8: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pela capitalização bolsista.

2.2.9. Sector de actividade económica

O sistema de classificação do sector de actividade utilizados para a classificação das empresas com índice bolsista foi a Classificação Portuguesa das Actividades Económicas (CAE), é um sistema de classificação e agrupamento das actividades económicas em unidades estatísticas de bens e serviços. Assim, a cada actividade económica e empresarial é atribuído um código de classificação específico. Cada empresa, dependendo do seu objecto ou ramo de actividade, estará abrangida por um ou mais destes códigos.

Segundo o Gabinete de Estratégia e Planeamento (2012) a classificação portuguesa das actividades económicas correspondente à actividade económica desenvolvida pelas empresas sendo estipuladas por vinte áreas distintas de actividades económicas. Essas actividades abrangem todas as áreas económicas desde a agricultura, as indústrias extractivas e transformadoras, transportes e armazenamento, construção, energias, comercio por grosso e a

retalho, restauração e alojamento bem como actividades financeiras, prestação de serviços e de informação e comunicação.

De acordo com Ferreira (2009) os gestores para alcançar os seus objectivos nas empresas têm em consideração todos os sectores de actividade devem assegurar o cumprimento dos princípios de *corporate governance* existentes no sector privado e já transportados para o sector público. Para este efeito, os gestores devem observar boas práticas de *corporate governance* que permitem uma maior eficiência, eficácia e transparência de gestão. Esta variável explicativa é uma variável *dummy* que assume os seguintes valores:

$$\text{Sector de actividade } i \begin{cases} 1 \text{ se } i \text{ tem sector de actividade outras actividades de serviços} \\ 0 \text{ caso contrário} \end{cases}$$

Em que, i é a empresa.

No conjunto de cinco sectores de actividade económica, seleccionou-se o sector denominado por outras actividades de serviços, dado ser o sector com mais empresas para as duas amostras em estudo. A variável sector de actividade económica assume o valor de 1 se a empresa i tem como sector outras actividades de serviços e 0 se a empresa i assume um sector de actividade diferente. Neste caso deverá haver uma relação negativa entre a variável dependente e a variável explicativa ($Y=0$).

H9: A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo sector de actividade económica da empresa.

Ao longo desta metodologia, foram expostas as variáveis do modelo em análise, tal como, a apresentação das hipóteses em estudo para cada uma delas. Para esta análise irá ser utilizado um modelo estatístico que será demonstrado em seguida.

2.3. Modelo estatístico

O modelo estatístico que será utilizado para a avaliação das variáveis deste estudo é o modelo de regressão *logistic*. Este modelo econométrico também é conhecido por modelo *logit*, sendo obtido na base de que cada ensaio (valor de i) e o conjunto de variáveis explicativas/independentes possam informar acerca da probabilidade final. Esta é a função regressão logística. Através da linearização e transformação do *logit* obtém-se:

$$2.2.1) \log\left(\frac{\pi}{1-\pi}\right) = \beta_0 + \beta_{1x_1} + \dots + \beta_{px_p}$$

Em que:

π é a probabilidade de ocorrência de um evento dada a ocorrência de X na observação i , para $1 \leq i \leq k$,
k é o nº de observações existentes,
 β é o coeficiente da variável independente X.

Esta transformação produz um modelo que é linear nos parâmetros. Os parâmetros desconhecidos β_i são habitualmente estimados através de máxima verosimilhança. A interpretação dos valores estimados do parâmetro β_i é similar aos efeitos aditivos em *log odds ratio* para uma unidade de mudança na iésima variável explicativa. O modelo estatístico da problemática que estamos analisar foi determinado com base no modelo *logit*.

Equação do modelo em estudo é:

$$2.2.2) \text{Log} \left(\frac{y}{1-y} \right) = \beta_0 + \beta_1 \text{Concentração accionista} + \beta_2 \text{ROE} + \beta_3 \text{Índice bolsista do mercado} + \\ \beta_4 \text{Tamanho da empresa} + \beta_5 \text{Estrutura financeira} + \beta_6 \text{Capitais públicos} + \\ \beta_7 \text{Rácio da administração} + \beta_8 \text{Capitalização bolsista} + \beta_9 \text{Sector de actividades} + \mu.$$

Com este modelo econométrico vamos analisar as variáveis que determinam a escolha do modelo *corporate governance* das empresas com índice bolsista PSI-20 e IBEX-35, isto é, empresas que fazem parte da área delimitada pela Península Ibérica.

2.3.1. Variável independente

As variáveis independentes utilizadas neste estudo foram explicadas detalhadamente no ponto anterior. Estas variáveis foram escolhidas tendo em ponderação as principais características dos modelos de *corporate governance* e a teoria da agência. Em resumo, para este estudo foram consideradas nove variáveis explicativas:

- Concentração accionista
- *Return on equity*
- Índice bolsista do mercado
- Tamanho da empresa
- Estrutura financeira
- Capitais públicos
- Rácio da administração
- Capitalização bolsista
- Sector de actividade

CAPÍTULO III

AMOSTRA E ANÁLISE DOS RESULTADOS

3. Amostra e análise dos resultados

Neste capítulo são apresentados os métodos de recolha de dados e será caracterizada a amostra em estudo. Serão analisados os dois modelos, nomeadamente, os resultados obtidos através dos testes estatísticos. Em seguida são apresentados os métodos de recolha de dados.

3.1. Métodos de recolha de dados

A recolha dos dados foi efectuada através da análise detalhada dos relatórios anuais de contas consolidadas e da análise da informação anual de *corporate governance* publicados pelas empresas em estudo, esta análise implica a recolha de informação quantitativa. Outras informações relevantes para este estudo foram obtidas através de bases de dados financeiros e relatórios anuais divulgados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários e pela Comissão Nacional dos Mercado de Valores.

Segundo Brandão (2002) os relatórios financeiros têm consequências económicas importantes a vários níveis, havendo cada vez mais a preocupação por parte dos gestores em prestar contas aos accionistas e aos credores dos resultados das suas tomadas de decisões. Os gestores para maximizar o valor das suas empresas são incentivados a reduzir a assimetria na informação e a seleccionar técnicas financeiras que permitam converter os relatórios publicados pelas empresas mais informativos para os investidores.

3.2. Caracterização da amostra

A amostra em estudo é constituída por empresas portuguesas e espanholas que estão cotadas no mercado bolsista, sendo a amostra inicial constituída por 20 empresas de índice bolsista PSI-20 e 35 empresas de índice bolsista IBEX-35. No entanto, foram excluídas desta amostra as empresas do sector financeiro, dado a especificidade deste sector não era possível analisar o aspecto fundamental do modelo, isto é, a estrutura financeira medida pelo *interest coverage ratio* (Santos, 2009). E pelo facto de as actividades por elas desenvolvidas não criarem riqueza real ou bens, pois apenas desempenham o papel de intermediários financeiros (Alves, 2010).

Dado que o número de empresas que adoptam o modelo dualista é reduzido e não iríamos obter resultados significativos no estudo optamos por excluir também da amostra inicial as empresas que implementam as políticas do modelo dualista.

Analisaram-se as empresas não-financeiras nos anos de 2009, 2010 e 2011 que se encontravam no índice bolsista PSI-20 e IBEX-35 apresentadas no anexo I e II respectivamente, esta análise tem como referencia a data de 31 de Dezembro do respectivo ano. Verificou-se a existência de entrada e saída de empresas não-financeiras do mercado bolsista, isto é, há variação do número de empresas nos anos em estudo. Estas variações

devem-se aos critérios que o mercado da bolsa de valores estabelece para as empresas, caso estas não cumpram os requisitos exigidos saem do índice bolsista dando lugar a outras empresas que tenham atingido esses requisitos.

Perante esta análise optou-se por estudar duas amostras diferentes, definiu-se como primeira amostra as empresas não-financeiras que se mantiveram constantes no mercado bolsista durante esse período. É realizada uma análise com o intuito de verificar os determinantes que mais influenciam a escolha do modelo de *corporate governance* das empresas do mercado bolsista. A segunda amostra é constituída por todas as empresas não-financeiras que fizeram parte do índice bolsista PSI-20 e IBEX-35 durante o período em estudo. É efectuada uma análise aos três anos em separado devido a existência de entrada e saída de empresas não-financeiras nos índices bolsistas e averiguar se esta situação poderá ter influência na escolha do modelo de *corporate governance*.

A listagem das empresas não-financeiras que se mantiveram constantes no mercado de índice bolsista PSI-20 e IBEX-35 no período que decorreu entre o ano de 2009 a 2011 estão apresentadas na tabela 1.

Tabela 1: Empresas não-financeiras cotadas no índice bolsista PSI-20 e IBEX-35

Empresas constantes nos anos de 2009, 2010 e 2011	
Índice bolsista PSI-20	Índice bolsista IBEX-35
Altri, SGPS, S. A.	Abengoa, S. A.
Brisa, S. A.	Abertis Infraestructuras, S. A.
Cimpor, SGPS, S. A.	Acciona, S. A.
EDP-R	Acerinox, S. A.
Galp Energia, SGPS, S. A.	ACS, S. A.
Jerónimo Martins, SGPS, S. A.	Bolsas y Mercados Españoles, S. A.
Mota Engil, SGPS, S. A.	Ebro Foods, S. A.
Portucel, S. A.	Enagás, S. A.
Portugal Telecom, SGPS, S. A.	Endesa, S. A.
REN	FCC, S. A.
Semapa, SGPS, S. A.	Ferrovial, S. A.
Sonae Indústria, SGPS, S. A.	Gamesa Corporación Tecnológica, S. A.
Sonae, SGPS, S. A.	Gas Natural SDG, S. A.
Sonaecom, SGPS, S. A.	Grifols, S. A.
ZON Multimédia, SGPS, S. A.	Iberdrola, S. A.
	Inditex, S. A.
	Indra Sistemas, S. A.
	Mediaset España Comunicacion, S. A.
	Obrascón Huarte Lain, S. A.
	Red Eléctrica de España, S. A.
	Repsol YPF, S. A.
	Sacyr Vallhermoso, S. A.
	Técnicas reunidas, S. A.
	Telefónica, S. A.

Nesta análise observamos que a amostra é constituída por 15 empresas não-financeiras constantes de índice bolsista PSI-20 e 24 empresas não-financeiras constantes no índice bolsista IBEX-35.

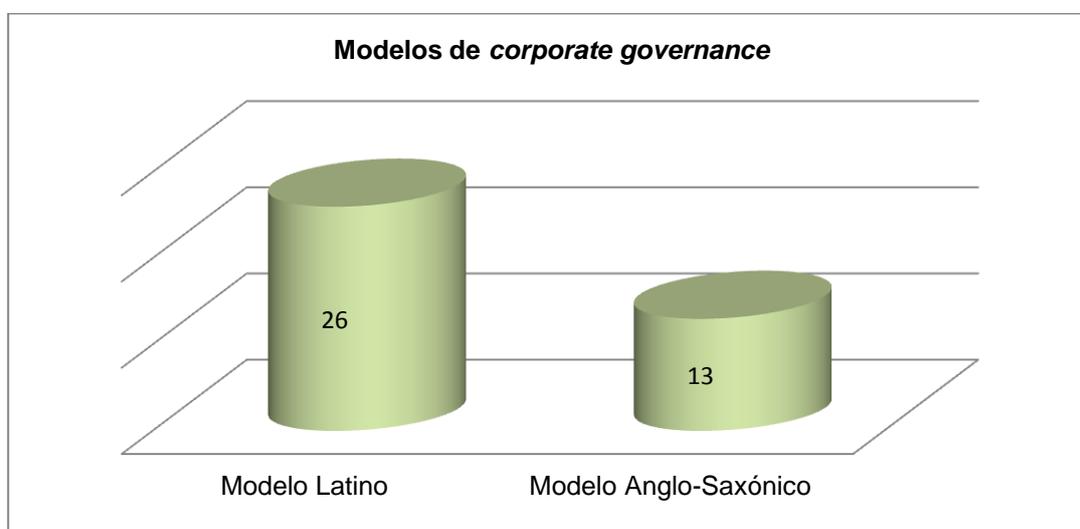
Relativamente à segunda amostra de índice bolsista PSI-20, apresentada no anexo I, observa-se a variação de duas empresas não-financeiras, nomeadamente, a Inapa, S. A. e a Teixeira Duarte, S. A.. Em relação ao índice bolsista IBEX-35, apresentado no anexo II, o número de entrada e saída de empresas é mais significativo existindo cinco empresas não financeiras que variam, nomeadamente, Amadeus it Holding, S. A., DIA, S. A., Iberdrola Renovables, S. A., Iberia, S. A., International Airlines Group.

As empresas portuguesas e espanholas apresentaram a sua informação empresarial de acordo com as normas publicadas pela OCDE mas apesar das regras serem iguais para ambos os países, estes interpretam-nas de maneira diferente, tendo no entanto, por base o mesmo princípio (Sousa, 2007).

O modelo de *corporate governance* adoptado por as empresas de índice IBEX-35 não é observado directamente, isto é, as empresas não dizem qual o modelo que seguem apenas descrevem o modelo como sendo o mais enquadrado para as necessidades da empresa, adaptando sempre o modelo mais imparcial e harmonioso. Desta forma, o modelo adoptado pelas empresas espanholas do mercado bolsista determinou-se de forma indirecta através da análise das características do conselho de administração, supervisão e fiscal. Perante a estrutura da empresa é definido o modelo que mais se adapta a esta, o modelo latino ou o modelo anglo-saxónico. As empresas de índice PSI-20 identificam de forma clara o modelo de *corporate governance* que adoptam para implementação das políticas económicas.

Ao analisar as empresas que se mantêm constantes verifica-se que o modelo de *corporate governance* mais escolhido por os índices bolsistas PSI-20 e IBEX-35 é o modelo latino. No gráfico 1 podemos observar a distribuição das empresas em estudo pelos modelos de *corporate governance*.

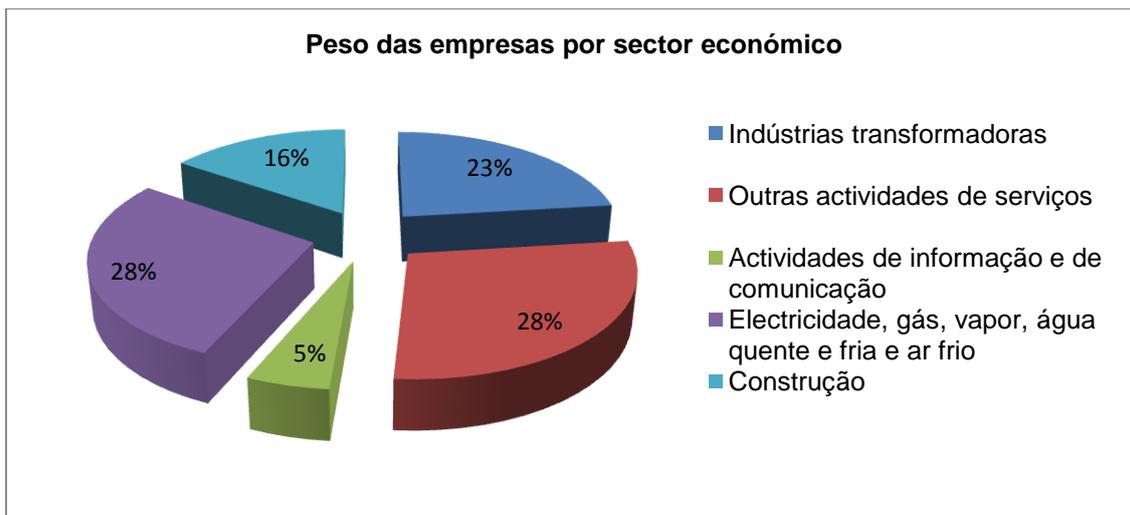
Gráfico 1: Distribuição das empresas pelos modelos de *corporate governance*



É visível que as empresas em estudo optam maioritariamente pelo modelo latino, verifica-se que em 39 empresas em estudo, 26 optam por políticas do modelo latino e apenas 13 das empresas optam pelo modelo anglo-saxónico.

Em relação à actividade económica desenvolvida por as empresas que se mantêm inalteradas nos índices bolsistas em estudo, apuramos a existência de cinco sectores económicos principais. No gráfico 2 podemos observar o peso da amostra por os diferentes sectores de actividade económica.

Gráfico 2: Peso das empresas por sector económico



Assim, podemos observar que os sectores económicos com maior número de empresas na Península Ibérica são: as indústrias transformadoras com 23% das empresas, a electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio com 28% das empresas e outras actividades de serviços com 28% das empresas, sendo estes os dois sectores predominantes. No entanto, o sector de actividade económica que apresenta menos empresas é a área da construção com 14% de empresas e as actividades de informação e comunicação com 5% das empresas de índice bolsista PSI-20 e IBEX-35.

De acordo com Sousa (2004) não existem diferenças significativas na divulgação praticada pelas empresas portuguesas e espanholas, existindo contudo situações pontuais de melhor divulgação em alguns relatórios informativos, nomeadamente a informação corporativa em Espanha, e a informação sobre a performance em Portugal. Assim, observa-se a existência de uma clara diferenciação, na forma como alguns sectores de actividade portugueses e espanhóis divulgam a informação empresarial. Segundo o mesmo autor é visível em algumas actividades económicas, processos informativos mais complexos e detalhados, conseguindo assim, divulgar de forma mais extensa e informativamente mais densa, como é o caso, das actividades de informação e de comunicação e de electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio.

3.3. Análise do modelo

Para a análise deste modelo foram utilizadas duas amostras diferentes, como já tinha sido referido anteriormente. Em seguida serão apresentadas separadamente as duas amostras analisando, detalhadamente, o modelo *logit* obtido e as suas características, bem como, os testes estatísticos efectuados.

3.3.1. Análise das empresas *core*

Nesta amostra foram consideradas as empresas que se mantiveram constantes ao longo do tempo nos índices bolsistas PSI-20 e IBEX-35. Apesar das alterações que o mercado bolsista tem sofrido a nível económico-financeiro nos últimos anos existem empresas que se mantêm inalteradas nos principais índices do mercado sendo consideradas empresas nucleares designadas por este estudo por empresas *core*.

Foram analisadas todas as empresas não-financeiras que permaneciam no mercado bolsista desde o ano de 2009 a 2011, tendo por base a data de 31 de Dezembro de cada ano em análise. Para este estudo foram utilizadas nove variáveis, de forma, a averiguar quais as variáveis que influenciam a escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas *core*.

As variáveis testadas são: o índice bolsista do mercado, o tamanho da empresa, o sector de actividade, a estrutura financeira, o ROE médio, o rácio da administração, a capitalização bolsista, a concentração accionista e os capitais públicos. A análise destas variáveis é realizada através da interpretação do modelo *logit* apresentado na sua totalidade no anexo III.

Em seguida são apresentados resumidamente na tabela 2 os resultados obtidos para as empresas não-financeiras que se mantiveram constantes no mercado bolsista de índice PSI-20 e IBEX-35.

Tabela 2: Resultados do modelo *logit* para as empresas *core*

Variáveis dependentes	Coefficiente	Erro padrão	Rácio-t	Valor p
Constante	-2,607	1,682	-1,550	0,121
Índice bolsista do mercado	2,006	1,283	1,564	0,118
Tamanho da empresa	0,000	0,000	-1,782	0,075 *
Sector de actividade	1,123	0,495	2,271	0,023 **
Estrutura financeira	0,079	0,06	1,317	0,188
ROE médio	-8,456	6,655	-1,271	0,204
Rácio da administração	-127,465	70,909	-1,798	0,072 *
Capitalização bolsista	0,000	0,000	0,698	0,485
Concentração accionista	1,746	3,103	0,563	0,574
Capitais públicos	1,528	2,109	0,725	0,469

Na análise destes dados podemos observar que foram analisadas 39 empresas não-financeiras no mercado bolsista e consideradas 9 variáveis dependentes obtendo-se a seguinte equação para prever o modelo de *corporate governance*:

$$3.3.1.1) \quad \text{Log} \left(\frac{y}{1-y} \right) = -2,61 + 2,01 \text{ Índice bolsista do mercado} + 0,00 \text{ Tamanho da empresa} + 1,12 \text{ Sector de actividade} + 0,08 \text{ Estrutura financeira} - 8,46 \text{ ROE médio} - 127,47 \text{ Rácio da administração} + 0,00 \text{ Capitalização bolsista} + 1,75 \text{ Concentração accionista} + 1,53 \text{ Capitais públicos} + \mu$$

Nesta análise é evidente três variáveis estatisticamente significativas no modelo em estudo, observa-se que as variáveis possuem níveis de significância diferentes, isto é, a 90% e a 95%. A um nível de significância de 90% foram consideradas duas variáveis, o tamanho da empresa com $p \leq 0,05$ ($p = 0,075$) e o rácio de administração com $p \leq 0,05$ ($p = 0,072$). A variável sector de actividade possui um $p \leq 0,05$ ($p = 0,023$), contém um nível de significância de 95%.

É de salientar que a variável concentração accionista não é estatisticamente significativa devido a grande parte das empresas cotadas terem uma estrutura accionista muito concentrada o que influencia os resultados deste estudo.

Quanto aos sinais da relação entre as variáveis dependentes e independentes convém salientar algumas considerações importantes:

- ✓ De acordo com o modelo a relação entre a variável dicotómica índice bolsista do mercado e a variável dependente é positiva, ou seja, o facto de a empresa estar cotada no mercado PSI-20 aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo anglo-saxónico ($Y=1$). Este facto confirma a hipótese defendida anteriormente. Contudo, é importante ressaltar que esta conclusão não é estatisticamente significativa, nem sequer no intervalo de confiança de 90%, dado o valor do *p-value* ser ligeiramente superior, $p = 0,118$.
- ✓ O tamanho da empresa tem uma relação positiva com a variável dependente. Uma diminuição no tamanho da empresa aumenta a probabilidade de escolha do modelo de *corporate governance* anglo-saxónico ($Y=1$). Esta evolução está de acordo com o defendido anteriormente. No entanto, salienta-se que esta conclusão não pode ser estatisticamente considerada, apesar de ser estatisticamente significativa no intervalo de confiança de 90%, não pode ser considerada ao nível de significância de 5%.
- ✓ A variável explicativa dicotómica sector de actividade e a variável dependente do modelo de *corporate governance* é positiva, isto é, à medida que não se opta por o sector de actividade outras actividades de serviços aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo de *corporate governance* anglo-saxónico, sendo esta conclusão estatisticamente significativa no intervalo de confiança de 95%. Este facto está de acordo com a hipótese defendida anteriormente.

- ✓ Relação entre a variável estrutura financeira e a variável dependente é positiva. Com o aumento do *interest coverage ratio* aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo anglo-saxónico ($Y=1$) e diminui a probabilidade de ser escolhido o modelo latino, o que vai contra a hipótese defendida. Em relação ao intervalo de confiança a 90% não possui significância estatística, dado o valor do *p-value* ser ligeiramente superior, $p = 0,188$.
- ✓ A variável ROE e a variável dependente têm uma relação negativa, o que significa, que o aumento do ROE diminui a probabilidade de escolha do modelo anglo-saxónico ($Y=1$). Este facto confirma a hipótese defendida anteriormente. Contudo, salienta-se que esta conclusão não pode ser estatisticamente considerada, pois nem no intervalo de confiança de 90% apresenta significância, dado o valor do *p-value* ser superior, $p = 0,204$.
- ✓ Relação entre a variável rácio da administração e a variável dependente é negativa. Com o aumento do rácio da administração diminui a probabilidade de ser escolhido o modelo anglo-saxónico ($Y=1$). Nas hipóteses defendidas não foi indicado o sinal desta variável. No entanto, salienta-se que esta conclusão não pode ser estatisticamente considerada, apesar de ser estatisticamente significativa no intervalo de confiança de 90%, não pode ser considerada ao nível de significância de 5%.
- ✓ A variável capitalização bolsista e a variável dependente do modelo de *corporate governance* é positiva, isto é, a capitalização bolsista aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo anglo-saxónico ($Y=1$). Nas hipóteses defendidas não foi indicado o sinal desta variável. No entanto, esta conclusão não é estatisticamente significativa, dado que esta variável nem sequer no intervalo de confiança de 90% é significativa, dado que o *p-value* ser superior, $p = 4,485$.
- ✓ Relação entre a variável explicativa concentração accionista e a variável dependente modelo de *corporate governance* é positiva, isto é, a concentração accionista aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo anglo-saxónico ($Y=1$), o que vai de acordo com a hipótese defendida anteriormente. Contudo, é importante ressaltar que esta conclusão não é estatisticamente significativa, nem sequer no intervalo de confiança de 90%, dado o *p-value* ser ligeiramente superior, $p = 0,574$.
- ✓ A relação entre a variável dicotómica capitais públicos e a variável dependente é positiva. Uma empresa com participações de capitais públicos aumenta a probabilidade de escolha do modelo anglo-saxónico ($Y=1$). Nas hipóteses defendidas não foi indicado o sinal desta variável. No entanto, esta conclusão não é estatisticamente significativa, nem sequer no intervalo de confiança de 90%, dado o *p-value* ser ligeiramente superior, $p = 0,469$.

3.3.1.1. Factores de inflacionamento da variância

A colinearidade das variáveis dependentes é avaliada através dos factores de inflacionamento da variância (VIF). Na tabela 3 observam-se os valores respeitantes ao VIF que foram determinados através da seguinte fórmula: $VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, onde $R(j)$ é o coeficiente de correlação múltipla entre a variável j e a outra variável independente.

Tabela 3: Factores de inflacionamento da variância

Variáveis dependentes	VIF
Índice bolsista do mercado	1,611
Tamanho da empresa	1,273
Sector de actividade	1,704
Estrutura financeira	1,347
ROE médio	1,360
Rácio da administração	1,250
Capitalização bolsista	1,265
Concentração accionista	1,114
Capitais públicos	1,282

Podemos afirmar que não existem problemas de colinearidade entre as variáveis, isto é, o coeficiente de correlação múltipla entre as variáveis dependentes e a variável independente é inferior a 10 valores. Neste caso os valores são relativamente baixos, não ultrapassando o valor 1, o que não deixa dúvidas quanto à não existência de problemas de colinearidade entre as variáveis.

3.3.1.2. Avaliação da satisfação do modelo

A avaliação da satisfação deste modelo é estimada através de dois indicadores, o R-quadrado de McFadden e por analogia ao Teste F baseado na verosimilhança logarítmica (*log-likelihood*) e no teste de razões de verosimilhança.

- R-quadrado de McFadden

Através da análise deste indicador de avaliação da satisfação e da qualidade do modelo observamos que o valor do R-quadrado de McFadden é 0,337, este valor é próximo de zero, o que significa, que é um bom modelo.

- Teste F

Este teste avalia o modelo no seu conjunto de forma a comparar as nove variáveis na globalidade verificando se o modelo é estatisticamente significativo.

- Log. da verosimilhança = -16,45968.

- Teste de razões de verossimilhanças: Qui-quadrado = 16,7288, com valor $p = 0,0531$.

Através da estatística de teste considerávamos:

- $H_0: \alpha = \beta = 0$.
- $H_1: \alpha = \beta \neq 0$.

Segundo a estatística de teste não se rejeita a hipótese nula, pois $p \leq 0,05$, ou seja, admite-se que o melhor modelo é o modelo completo pois, em conjunto, todos os coeficientes estimados são estatisticamente significativos. Como os coeficientes estimados possuem significância estatística conjunta o modelo considerado é satisfatório, como já se havia concluído.

3.3.1.3. Previsão do modelo

Relativamente a previsão deste modelo podemos afirmar que o modelo apresenta um bom desempenho pois prevê 33 dos casos assim, este modelo prevê correctamente 84,6% dos casos do modelo de *corporate governance*. Na tabela 4 a podemos observar as previsões concluídas para este modelo.

Tabela 4: Previsão do modelo de empresas *core*

Observado		Previsto Y	
		Latino (0)	Anglo-saxónico (1)
Y	Latino (0)	24	2
	Anglo-saxónico (1)	4	9

A taxa de sucesso é maior no caso de previsão dos modelos latino, isto pode ser explicado pelo facto, da amostra ser constituída na sua maioria por empresas que optam pelo modelo latino. Este modelo prevê 24 empresas para o modelo latino e apenas 9 empresas para o modelo anglo-saxónico, existindo apenas 6 empresas que não se consegue obter uma previsão do modelo de *corporate governance*.

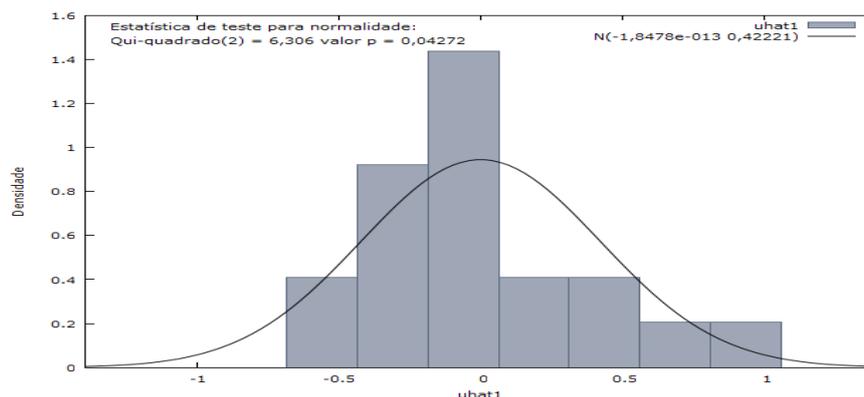
3.3.1.4. Normalidade dos resíduos

Relativamente aos resíduos desta amostra foi testada a normalidade dos resíduos através da estatística de teste do qui-quadrado, onde considerávamos:

- H_0 : O erro tem distribuição Normal.
- H_1 : O erro não tem distribuição Normal.

Segundo a estatística de teste o Qui-quadrado (2) = 6,30617, com valor $p = 0,0427201$, logo não rejeitar a hipótese nula, pois $p \leq 0,05$. Conclui-se que os resíduos da amostra em análise têm uma distribuição normal. No gráfico 3 podemos observar a distribuição da normalidade dos resíduos, onde a variável *uhat1* corresponde aos resíduos.

Gráfico 3: Normalidade dos resíduos.



Através da estatística de teste do Qui-quadrado, obtemos os seguintes dados:

- Probabilidade da cauda direita = 0,05
- Probabilidade do complementar = 0,95
- Valor crítico = 16,919, isto é, $\chi^2_{\text{crítico}} = 16,919$
- $\chi^2_{\text{obs}} = 6,306$ (valor dos resíduos obtido através do programa *gret*)

Segundo a regra de decisão para este teste possuímos:

- $\chi^2_{\text{obs}} > \chi^2_{\text{crítico}} \rightarrow$ Rejeita-se H_0
- $\chi^2_{\text{obs}} < \chi^2_{\text{crítico}} \rightarrow$ Não se Rejeita H_0

Perante a análise destes valores concluímos que $6,306 < 16,919$, logo não é rejeitada a hipótese nula, isto é, a distribuição do termo de erro é normal como já tínhamos verificado através do teste a normalidade.

3.3.1.5. Estatísticas descritivas

Através das estatísticas descritivas das variáveis podemos observar alguns elementos importantes desta amostra, na tabela 5 são apresentadas esses elementos.

Tabela 5: Estatísticas descritivas das empresas *core*

Variáveis Dependentes	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Índice bolsista do mercado	39	0,000	1,000	0,384	0,493
Tamanho da empresa	39	0,171	59,342	8,455	13,525
Sector de actividade	39	1,000	5,000	2,846	1,460
Estrutura financeira	39	0,155	42,160	6,392	8,174
ROE	39	0,000	0,552	0,092	0,098
Rácio da administração	39	0,000	0,160	0,015	0,025
Capitalização bolsista	39	0,089	153,250	11,228	26,355
Concentração accionista	39	0,000	0,848	0,190	0,190
Capitais públicos	39	0,000	1,000	0,128	0,339

Relativamente aos valores das variáveis, tamanho da empresa e capitalização bolsista, estão em milhares de euros. Podemos salientar algumas características das variáveis em estudo desta amostra, relativamente, a variável concentração accionista é de salientar que tem um valor máximo de 85% e um valor mínimo de 19% e a média é de 19%. A variável com maior desvio padrão é a estrutura financeira e com menor é a variável tamanho da empresa.

3.3.1.6. Matriz de correlações

Seguidamente é apresentada a matriz de correlações entre as variáveis dependentes do modelo de *corporate governance*, o coeficiente de correlação, foi determinado usando 39 observações e um valor crítico (bilateral) de 5% = 0,3160 para $n = 39$.

Através desta matriz observa-se a relação existente entre as variáveis, ou seja, o grau de dependência entre duas variáveis, isto é, os coeficientes de correlação indicam o grau de dependência ou associação entre duas variáveis, este coeficiente pode oscilar entre o valor -1 e 1. Quanto mais próximo o valor da correlação estiver do valor um 1 mais forte é a relação entre elas. Na tabela 6 são apresentadas as várias correlações existentes entre as variáveis em estudo.

Tabela 6: Matriz de covariâncias dos coeficientes de regressão

Mercado	Cap. Públicos	ROE	C. Accionista	Est. Financeira	T. da Empresa	Cap. Bolsista	Rácio da Adm.	Sector de Act.	
1,000	0,012	0,166	-0,007	-0,115	-0,303	-0,262	-0,082	-0,427	Mercado
	1,000	0,269	0,267	-0,197	0,101	-0,053	0,050	0,041	Cap. Públicos
		1,000	0,079	0,057	-0,068	-0,209	0,145	0,261	ROE
			1,000	0,049	0,051	-0,071	-0,068	-0,013	C. Accionista
				1,000	-0,138	-0,135	0,309	-0,083	Est. Financeira
					1,000	0,307	-0,075	0,258	T. da empresa
						1,000	-0,131	-0,046	Cap. Bolsista
							1,000	0,231	Rácio da adm.
								1,000	Sector de act.

Em relação a variável designada por mercado á que salientar que esta variável corresponde à variável índice bolsista do mercado inicialmente estudada. Podemos observar que existe uma elevada correlação positiva entre as variáveis rácio da administração e estrutura financeira, entre o capital bolsista e o tamanho da empresa. Esta elevada correlação pode ser explicada pelo facto da estrutura financeira, o capital bolsista e o mercado não serem variáveis estatisticamente significativas no modelo.

Verificamos que existem variáveis com elevada correlação negativa entre algumas variáveis, é o caso, do sector de actividade e o índice bolsista do mercado e entre o tamanho da empresa e índice bolsista do mercado.

3.3.2. Análise dinâmica das empresas

Nesta amostra vai-se analisar separadamente cada ano devido a entrada e saída das empresas do índice bolsista, como já se tinha referido anteriormente, cada vez mais o mercado económico-financeiro se encontra instável observando-se várias modificações a curto e médio prazo. Para este estudo foram consideradas as empresas que pertenciam ao mercado bolsista a 31 de Dezembro dos respectivos anos em estudo.

Para a análise destes dados consideramos as mesmas variáveis do estudo anterior excluímos apenas a variável ROE e a variável rácio da administração para obter um modelo mais significativo, visto que estas variáveis não traziam informação relevante ao modelo.

Neste estudo foram observadas 42 empresas no ano de 2011, no ano de 2010 observaram-se 43 empresas e no ano de 2009 foram observadas 42 empresas, o modelo *logit* para cada ano é apresentado no anexo IV, V e VI. Desta forma, é possível verificar uma variação no número de observações para cada ano em análise, essa variação ocorre nos dois mercados de índices bolsistas. Na tabela 7 observamos os três anos em análise.

Tabela 7: Resultado do modelo *logit* para os anos de 2011, 2010 e 2009

Variáveis	Ano 2011		Ano 2010		Ano 2009	
	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p	Coeficiente	Valor p
Constante	-0,607	0,605	-1,041	0,339	-0,705	0,510
Índice bolsista	0,595	0,529	0,126	0,879	-0,338	0,684
T. da empresa	0,000	0,074*	0,000	0,142	0,000	0,115
Sector de actividade	0,375	0,218	0,372	0,128	0,465	0,081*
Rácio da administ.	-76,778	0,151	-31,087	0,397	-21,021	0,433
Capit. bolsista	0,000	0,509	0,000	0,434	0,000	0,506
Concent. accionista	2,796	0,299	0,615	0,796	-1,468	0,520
Capitais públicos	-0,939	0,568	-0,756	0,566	-0,751	0,585

No ano de 2011 verificamos que apenas a variável tamanho da empresa é estatisticamente significativa possuindo um nível de significância de 90% com $p \leq 0,05$ ($p = 0,074$). No ano de 2010 não obtivemos nenhuma variável significativa para o modelo, no entanto, observa-se que a variável sector de actividade é a que possui um valor padrão mais baixo em relação as outras variáveis do modelo. Relativamente ao ano de 2009 a variável sector de actividade é estatisticamente significativa a um nível de 90% com $p \leq 0,05$ ($p = 0,081$) e que a variável que possui um valor padrão mais baixo é o tamanho da empresa.

Em relação aos sinais que os coeficientes das variáveis assumem e da relação entre as variáveis dependentes e independentes convém realçar que ao longo dos anos esses sinais se mantiveram iguais para todas as variáveis, com excepção da variável concentração accionista e a variável índice bolsista que no ano de 2009 possuíam sinal negativo e nos restantes anos passaram a ter sinal positivo. Esta variação do sinal das variáveis e da significância do modelo para os diferentes anos em estudo deve-se a entrada e saída das empresas no mercado bolsista PSI-20 e IBEX-35.

Como já foi referido as empresas são avaliadas todos os anos e só permanecem no mercado bolsista caso cumpram os requisitos exigidos, tal como, as empresas que o solicitem caso pretendam entrar para o mercado bolsista, estas avaliações contribuem para a estabilidade no mercado.

A variável concentração accionista não foi estatisticamente significativa, dado que as empresas possuem uma estrutura accionista muito concentrada como já tinha sido referido no modelo analisado anteriormente.

Relativamente ao sinal da relação entre a variável dependente e independente convém salientar que no ano de 2011 a relação entre a variável tamanho da empresa e a variável dependente do modelo de *corporate governance* é positiva, isto é, uma diminuição no tamanho da empresa aumenta a probabilidade de escolha do modelo anglo-saxónico (Y=1). Esta evolução está de acordo com o defendido anteriormente, no entanto, salienta-se que esta conclusão não pode ser estatisticamente considerada, apesar de ser estatisticamente significativa no intervalo de confiança de 90%, não pode ser considerada ao nível de significância padrão de 5%.

No ano de 2009 a relação da variável sector de actividade e a variável dependente do modelo de *corporate governance* é positiva, isto é, à medida que não se opta por o sector de actividade outras actividades de serviços aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo anglo-saxónico (Y=1). Este facto está de acordo com a hipótese defendida anteriormente. Contudo, salienta-se que esta conclusão não pode ser estatisticamente considerada, apesar de ser estatisticamente significativa no intervalo de confiança de 90%, não pode ser considerada ao nível de significância de 5%.

Existem algumas considerações importantes que devemos ter em relação as análises efectuadas a estes dois modelos anteriores, há que salientar que os resultados foram muito enviesados devido a dimensão da amostra ser tão reduzida. E o facto, de as empresas pertencerem a índices bolsistas distintos, o que implica medidas de divulgação de informação anual de *corporate governance* diferentes. As empresas portuguesas baseiam-se em responder se as empresas respeitaram os critérios da OCDE, e nas empresas espanholas a informação anual é detalhada tendo por base clarificar e transparecer todas as recomendações da OCDE.

3.3.2.1. Factores de inflacionamento da variância

A colinearidade das variáveis dependentes é avaliada através dos factores de inflacionamento da variância nos diferentes anos em análise. Coeficiente de correlação múltipla entre as variáveis dependentes e a variável independente deverá ser inferior a 10 valores para não haver problemas de colinearidade. Na tabela 8 observam-se os valores respeitantes aos factores de inflacionamento da variância.

Tabela 8: Factores de inflacionamento da variância para os anos 2011, 2010 e 2009

Variáveis dependentes	Ano de 2011	Ano de 2010	Ano de 2009
Índice bolsista do mercado	1,345	1,16	1,174
Tamanho da empresa	1,186	1,153	1,28
Sector de actividade	1,31	1,077	1,04
Rácio da administração	1,079	1,037	1,077
Capitalização bolsista	1,093	1,057	1,275
Concentração accionista	1,088	1,088	1,093
Capitais públicos	1,087	1,027	1,112

Através da análise à colinearidade das variáveis testadas neste modelo podemos afirmar que não existem problemas de colinearidade entre as variáveis para os três anos, isto é, os valores são relativamente baixos, não ultrapassando o valor 1, o que não deixa dúvidas quanto à não existência de problemas de colinearidade entre as variáveis.

3.3.2.2. Avaliação da satisfação do modelo

A avaliação da satisfação deste modelo é estimada através de dois indicadores, como já tínhamos verificado, o R-quadrado de McFadden e por analogia ao Teste F baseado na verosimilhança logarítmica (*log-likelihood*) e no teste de razões de verosimilhança.

- R-quadrado de McFadden

	2011	2010	2009
R-quadrado de McFadden	0,233009	0,225539	0,200422

Através da análise deste indicador para a avaliação da satisfação e da qualidade do modelo relativamente aos três anos em estudo, podemos observar que o valor do R-quadrado de McFadden é aproximadamente igual para ambos os anos, possuindo um valor aproximadamente de 0,2. Este valor tende a aproximar-se de zero logo concluímos que é um bom modelo para todos os anos em análise.

- Teste F

Este teste avalia o modelo no seu conjunto de forma a comparar as sete variáveis na globalidade verificando que o modelo é estatisticamente significativo.

Teste F	2011	2010	2009
Log. da verosimilhança	-21,4069	-20,4081	-20,778
Teste de razões de verosimilhanças	13,0066	11,8865	10,4164
Valor de p	0,0719	0,1044	0,1662

Através da estatística de teste considerávamos:

- $H_0: \alpha = \beta = 0$.
- $H_1: \alpha = \beta \neq 0$.

Segundo a estatística de teste e através da análise do valor p para os três anos verificamos que se rejeita-se a hipótese nula para todos os anos, pois $p \geq 0,05$. No entanto, podemos destacar que o ano de 2011 obteve-se um valor de $p = 0,07$ sendo este o valor mais próximo de $p \leq 0,05$. Assim, podemos considerar que o ano de 2011 tem alguma significância estatística conjunta aproximando-se de um modelo satisfatório.

Conclui-se que estes modelos não possuem um bom nível de satisfação, ou seja, o modelo em análise não é estatisticamente significativo e não possui significância estatística conjunta.

3.3.2.3. Previsão do modelo

Podemos observar que este modelo possui um elevado nível de previsão para ambos os anos em análise. Na tabela 9 são apresentados os números de casos que o modelo consegue prever.

Tabela 9: Previsão do modelo para os anos de 2011, 2010 e 2009

Anos	Casos previstos	Porcentagem
2011	29	69,00%
2010	30	69,80%
2009	31	73,80%

Quanto a previsão deste modelo podemos observar que é boa para ambos os anos, no ano de 2011 o número de casos “correctamente previstos” é de 29 casos, isto significa, que este modelo prevê 69,0% dos casos do modelo de *corporate governance*. Para o ano de 2010 o número de casos “correctamente previstos” é de 30, isto significa, que este modelo prevê 69,8% dos casos do modelo de *corporate governance*. Quanto a previsão deste modelo no ano de 2009 é melhor que os anteriores prevendo 21 dos casos, assim este modelo prevê correctamente 73,8% dos casos do modelo de *corporate governance*.

3.3.2.4. Normalidade dos resíduos

Relativamente aos resíduos desta amostra foi testada a normalidade dos resíduos através da estatística de teste do qui-quadrado, onde considerávamos:

- H_0 : O erro tem distribuição Normal.
- H_1 : O erro não tem distribuição Normal.

Na tabela 10 são apresentados os resultados relativamente aos testes da normalidade dos resíduos.

Tabela10: Teste à normalidade dos resíduos para o ano de 2011, 2010 e 2009

Estatística de teste	2011	2010	2009
Teste o Qui-quadrado	4,148	11,877	10,855
Valor de p	0,126	0,003	0,004

Segundo a estatística de teste o Qui-quadrado para os diferentes anos de estudo conclui-se que os resíduos da amostra dos anos de 2009 e 2010 possuem uma distribuição normal pois o valor de prova é $p \leq 0,05$. Com exclusão do ano de 2011 que não se verifica essa situação da normalidade dos resíduos.

CAPÍTULO IV

DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4. Discussão dos resultados

Neste capítulo são abordados os principais resultados obtidos no estudo das duas amostras. No entanto, como já observamos anteriormente neste estudo, a amostra com melhores resultados e que melhor responde à pergunta de partida é o modelo das empresas *core*. Em seguida são discutidos os principais resultados obtidos para as hipóteses anteriormente definidas na metodologia.

4.1. Resultados das hipóteses

Ao longo da metodologia definiram-se hipóteses para responder à questão inicial deste estudo, assim, as hipóteses defendem a existência de variáveis que podem influenciar a escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas da Península Ibérica.

Nem todas as hipóteses definidas inicialmente se verificam verdadeiras, isto é, existem hipóteses rejeitadas por não serem estatisticamente significativas e não possuem poder de explicação para este estudo. As hipóteses que se verificaram verdadeiras, isto é, não foram rejeitadas nesta análise são: hipótese 6, hipótese 7 e a hipótese 9. Na tabela 10 são analisadas, detalhadamente, as hipóteses estatisticamente significativas.

Tabela 11: Hipóteses estatisticamente significativas

Hipóteses em estudo	Empresas <i>core</i>	2011	2010	2009
H6: A escolha do modelo de <i>corporate governance</i> é influenciada pelo tamanho da empresa.	Não Rejeitar	Não Rejeitar	Rejeitar	Rejeitar
H7: A escolha do modelo de <i>corporate governance</i> é influenciada pelo rácio da administração.	Não Rejeitar	Rejeitar	Rejeitar	Rejeitar
H9: A escolha do modelo de <i>corporate governance</i> é influenciada pelo sector de actividade económica da empresa.	Não Rejeitar	Rejeitar	Rejeitar	Não Rejeitar

Nem todas as hipóteses se confirmam para as duas amostras, verifica-se que a amostra das empresas *core* obtêm melhores resultados que a análise dinâmica das empresas, pois para esta amostra nem todos os anos se verifica a existência de variáveis significativas.

A hipótese H6 é confirmada na análise das empresas *core* e também na análise dinâmica das empresas, mas apenas para o ano de 2011. Para ambos os estudos a variável tamanho da empresa possui um nível de significância estatística de 90%. Podemos considerar que esta

variável contém poder de explicação relativamente à escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas em estudo.

Em relação a hipótese H7 observamos que apenas é confirmada na análise das empresas *core*, o que significa, que a variável rácio da administração possui poder de explicação na escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas *core*. Esta variável é estatisticamente significativa a um nível de significância de 90%.

A hipótese H9 verifica-se verdadeira para ambas as amostras, no entanto, para a análise dinâmica das empresas apenas se verifica para o ano de 2009. Relativamente ao nível de significância estatística desta variável podemos evidenciar que para as empresas *core* possui um nível de significância de 95% e para a amostra do ano de 2009 apenas possui um nível de significância de 90%. Assim, podemos afirmar que a variável sector de actividade possui um elevado poder de explicação na escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas analisadas.

Sendo as restantes hipóteses rejeitadas para este estudo, pelo facto, de não possuírem significância estatística, nomeadamente:

- **H1:** A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo nível de concentração accionista.
- **H2:** A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo *return on equity*.
- **H3:** A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelo índice bolsista do mercado.
- **H4:** A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pela estrutura financeira.
- **H5:** A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pelos capitais públicos.
- **H8:** A escolha do modelo de *corporate governance* é influenciada pela capitalização bolsista.

Seguidamente serão abordadas apenas as variáveis que influenciam a escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas em estudo.

4.2. Variáveis significativas dos modelos

Como verificamos anteriormente existem variáveis estatisticamente significativas para as duas amostras em estudo, a variável tamanho da empresa e sector de actividade para ambas as amostras e a variável rácio da administração apenas para as empresas *core*.

É evidente que o modelo das empresas *core* é mais harmonioso e estável, pelo facto, de não haver oscilação relativamente ao número de empresas em estudo, observando-se três variáveis estatisticamente significativas. Em relação ao modelo dinâmico das empresas observa-se que a entrada e saída das empresas do índice bolsista PSI-20 e IBEX-35 ao logo dos anos em estudo vai originar instabilidade no modelo, verificando-se maior dificuldade na

determinação das variáveis que influenciam a escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas do mercado bolsista.

Em relação a análise das empresas *core* destacamos a variável tamanho da empresa com um $p = 0,075$, a variável rácio da administração que possui um $p = 0,072$ e por fim a variável sector de actividade com um $p = 0,023$ sendo esta última a variável mais significativa a um nível de 95%, como já tínhamos visto anteriormente. Na análise do modelo dinâmico verifica-se a existência de menos variáveis significativas, desta forma, este modelo apresenta-se limitado em relação as variáveis significativas, possuindo apenas a variável tamanho da empresa com um $p = 0,074$ para o ano de 2011 e a variável sector de actividade com um $p = 0,081$ no ano de 2009.

Em seguida vamos analisar separadamente as variáveis que influencia a escolha do modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas. Na tabela 11 observamos os sectores de actividade mais escolhidos pelas empresas que adoptam o modelo latino e o modelo anglo-saxónico.

Tabela 12: Sectores de actividade mais escolhidos pelas empresas

Sector de actividade	Empresas do modelo latino				Empresas do modelo anglo-saxónico			
	Emp. core	2011	2010	2009	Emp. core	2011	2010	2009
Indústrias transformadoras	7	7	7	7	2	2	2	2
Outras actividades de serviços	7	7	15	13	4	7	4	3
Actividades de informação e de comunicação	2	2	1	1	0	0	1	2
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	5	5	4	4	6	6	3	3
Construção	5	5	4	5	1	1	2	2

É evidente que o sector de actividade predominante nas duas amostras em estudo é o sector denominado por outras actividades de serviços. Em relação à amostra das empresas *core* verificamos a existência de dois sectores de actividade com o mesmo número de empresas: o sector de outras actividades de serviços e o sector da electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio.

O número de empresas que optam pelo modelo latino é maior em relação as empresas do modelo anglo-saxónico. Na análise dinâmica das empresas é clara a predominância do sector outras actividades de serviços para os três anos em estudo, existindo também um maior número de empresas que optam pelo modelo latino.

Verifica-se a hipótese inicialmente definida neste estudo, assim, à medida que se opta por este sector de actividade aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo de *corporate governance* latino.

Outra variável estatisticamente significativa para ambas as amostras é a variável tamanho da empresa, para analisar esta variável definiram-se três intervalos em relação ao tamanho da

empresa para visualizar melhor a distribuição das empresas em estudo. A tabela 12 apresenta a distribuição das empresas pelos diferentes tamanhos.

Tabela 13: Distribuição das empresas pelos diferentes tamanhos

Tamanho da empresa	Empresas do modelo latino				Empresas do modelo anglo-saxónico			
	Emp. core	2011	2010	2009	Emp. core	2011	2010	2009
< 10 milhares €	16	16	19	19	13	15	13	13
Entre 10 a 50 milhares €	8	8	9	9	0	1	0	0
> 50 milhares €	2	2	2	1	0	0	0	0

Em relação a variável tamanho da empresa observa-se que a maioria das empresas em estudo opta por o modelo de *corporate governance* latino, as empresas que obtêm um tamanho de empresa maior que 10 milhares de euros escolhem, exclusivamente, apenas o modelo latino observando-se apenas uma empresas que opta por o modelo anglo-saxónico. Com o aumento no tamanho da empresa aumenta a probabilidade de escolha do modelo de *corporate governance* latino, como confirmado anteriormente.

A variável rácio da administração apenas influencia a escolha do modelo de *corporate governance* na análise das empresas *core*. Para observarmos o impacto que esta variável tem optou-se por dividir o rácio da administração em três intervalos para verificar a distribuição das empresas. Na tabela 13 observamos a distribuição das empresas *core* pelos modelos de *corporate governance* segundo a percentagem do rácio da administração.

Tabela 14: Distribuição das empresas *core* perante o rácio da administração

Rácio da administração	Empresas <i>core</i> do modelo latino	Empresas <i>core</i> do modelo anglo-saxónico
< 1%	11	8
Entre 1% a 2,99%	11	5
≥ 3%	4	0

Observamos a variação na adopção dos modelos de *corporate governance* das empresas *core* perante o aumento do rácio da administração, o que vai de encontro com a hipótese estipulada, isto é, com o aumento do rácio da administração diminui a probabilidade de ser escolhido o modelo anglo-saxónico. À medida que o rácio da administração vai aumentando o número de empresas que adopta o modelo anglo-saxónico vai diminuindo gradualmente, atingindo o número zero para o rácio da administração igual ou superior a 3%.

Com este estudo concluímos que a entrada e saída de empresas dos índices bolsistas PSI-20 e IBEX-35 influenciam, significativamente, a escolha das variáveis que podem determinar o tipo de modelo de *corporate governance* adoptado pelas empresas analisadas.

4.3. Previsões

Na análise das duas amostras observam-se, como já tínhamos visto, diferentes previsões para modelo de *corporate governance*. Na tabela 14 comparamos o número de casos previsto para as duas amostras estudadas.

Tabela 15:Previsão para as duas amostras

Análises	N.º de empresas em estudo	Casos previstos	Percentagem
Empresas <i>core</i>	39	33	84,60%
Análise dinâmica do ano de 2011	42	29	69,00%
Análise dinâmica do ano de 2010	43	30	69,80%
Análise dinâmica do ano de 2009	42	31	73,80%

É evidente que o modelo das empresas *core* é o que prevê mais casos, apesar de possuir menos empresas em estudo que na análise dinâmica. A amostra das empresas *core* analisa 39 empresas e prevê 33 casos, possuindo uma percentagem de casos previstos de 84,60%. Concluímos que este modelo apresenta um bom desempenho e uma boa previsão dos modelos de *corporate governance*.

4.4. Limitações na análise dos modelos

Ao longo deste estudo observamos algumas limitações que condicionam de forma directa ou indirecta os resultados finais. Verificou-se a inexistência de informação relativamente dos anos anteriores a 2009, isto é, algumas empresas não publicaram os relatórios anuais do *corporate governance*, devido a esta situação só foi possível analisar três anos.

Outra das limitações, esta relacionada com o tamanho da amostra deste estudo, o número de empresas em estudo é relativamente reduzido o que influencia os resultados finais da amostra, como já tinha sido evidenciado.

Ao longo deste estudo tentou-se comparar os dois índices do mercado em estudo separadamente, mas devido ao reduzido número de empresas que cada um possui não foi possível essa comparação.

As políticas e os regulamentos seguidos por Portugal e Espanha apresentam diferentes níveis de desenvolvimento e de adesão às recomendações dos modelos de *corporate governance*, o que limita bastante este estudo. Verifica-se, no entanto, a existência de um esforço significativo das sociedades para o cumprimento das suas responsabilidades quanto ao controlo interno é a criação e divulgação de mecanismos de monitorização e supervisão (Morais, 2011).

Outra questão que é fundamental é o facto de não existir separação do cargo de presidente do conselho de administração e do conselho executivo. Neste sentido, Jones e Pollitt (1993) e o Relatório de Cadbury (1992) concluíram que quando a mesma pessoa assume a presidência dos dois órgãos anteriormente referidos a competência de monitorização da empresa revela-se fraca, facto que se deve a possíveis conflitos de interesse, e concentração de poder.

Conclusões

A economia do mercado internacional necessita de empresas eficientes e eficazes com o objectivo de criação de riqueza. Para obter estas finalidades pressupõe-se a existência de um modelo de *corporate governance* que contribua decisivamente para o alcance desses fins e que introduza uma gestão transparente (CGOV, 2011). A estrutura do *corporate governance* especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa, existindo 3 modelos diferentes, o moledo latino, anglo-saxónico e o dualista. Estes objectivos em relação à estrutura são fundamentais sobretudo se considerarmos as sociedades anónimas como importantes motores do desenvolvimento económico nas actuais economias de mercado (OCDE, 2004).

Há que evidenciar algumas questões que foram sendo observadas ao longo deste estudo, como o facto da divulgação de informação anual do *corporate governance* das empresas cotadas em índice bolsista PSI-20 e IBEX-35 pela CMVM e CNMV respectivamente não serem transmitidas de igual forma, isto é, empresas portuguesas baseiam-se em responder aos critérios da OCDE indicando se estão a ser aplicados correctamente estabelecendo uma escala de cumprimento dessas normas. No caso das empresas espanholas a informação anual é detalhada sendo apresentados todos os itens com valores concretos para cada empresa tendo por base clarificar as recomendações da OCDE. Isto acontece segundo Alves (2010) porque em relação as empresas portuguesas do PSI20, existe algum atraso em comparação com as empresas espanholas do IBEX35.

Este estudo considerou dois tipos de amostras, a primeira apenas considera empresas constantes no índice bolsista no período compreendido de 2009 a 2011 sendo constituída por 39 empresas; a segunda amostra considera todas as empresas que fazem parte do índice bolsista nos anos de 2009, 2010 e 2011. Para esta análise foram utilizadas inicialmente 9 variáveis que posteriormente foram reduzidas na análise da segunda amostra para obter dados significativos. Estas variáveis foram escolhidas tendo em consideração as principais características diferenciadoras dos modelos de *corporate governance*.

De seguida, foram definidas as hipóteses, tendo por base a revisão da literatura sobre este tema e as relações de agência entre os principais intervenientes da empresa. Para análise do modelo estatístico foi utilizado o modelo de regressão *logistic*.

Na análise das empresas *core* o modelo é mais harmonioso não sofrendo oscilações com a entrada e saída de empresas, sendo desta forma, um modelo mais consistente. As empresas reagem significativamente bem a continuidade no mercado bolsista o que é importante nos dias que decorrem, pois essas empresas estão constantemente sujeitas a flutuações dentro mercado bolsista. As principais conclusões retiradas da evidência empírica em relação as variáveis significativas para este modelo é que apenas o tamanho da empresa, o sector de actividade e o rácio da administração são variáveis estatisticamente significativas, isto é, explicam a escolha do modelo de *corporate governance* para as empresas não-financeiras. Apesar das outras variáveis não possuírem significância o modelo de forma global é

significativo e tem poder explicativo. Os testes associados ao desempenho do modelo foram também estatisticamente significativos, e a capacidade de previsão da amostra foi boa prevendo 84,6% dos casos do modelo de *corporate governance*.

Em relação à segunda amostra podemos observar que ao longo dos anos existe entrada e saída de empresas do mercado bolsista o que implica instabilidade não só para os mercados de índice bolsista PSI-20 e IBEX-35, mas também influencia a determinação do modelo de *corporate governance* aplicado as empresas. Existindo, assim, uma menor harmonia na determinação das variáveis que influencia a escolha do modelo adoptado por as empresas de índice bolsista PSI-20 e IBEX-35 em análise. As principais conclusões em relação a esta amostra é que apenas existem dois anos com significância estatística em relação às variáveis, isto é, em 2009 a variável sector de actividade é estatisticamente significativa a um nível de 90% e em 2011 é a variável tamanho da empresa também a um nível de significância de 90%. No entanto, este estudo foi importante, pois evidencia que a entrada e saída de empresas do índice bolsista faz variar claramente o comportamento das variáveis em estudo obtêm assim, resultados pouco significativos, no entanto, em termos globais o modelo é estatisticamente significativo e apresenta capacidade de previsão.

Concluimos que a análise das empresas *core* é a que responde melhor à questão de investigação, isto é, obtiveram-se melhores resultados estatísticos. Assim os determinantes que influenciam a escolha dos modelos de *corporate governance* adaptados pelas empresas da Península Ibérica são: o sector de actividade, o tamanho da empresa e o rácio da administração. É de lembrar que, apesar destas conclusões, as evidências empíricas não demonstram resultados isentos de limitações, isto acontece essencialmente devido à dimensão da amostra ser reduzida.

Por fim conclui-se que a escolha do modelo de *corporate governance* por parte das empresas não é exercida de forma aleatória, pois existem variáveis que influenciam essa escolha, como é o caso da variável sector de actividade, o tamanho da empresa e o rácio da administração, bem como toda a estrutura da empresa. Verificamos através destas conclusões que este estudo obteve melhores resultados estatísticos nas variáveis que justificam a escolha dos modelos de *corporate governance* que o estudo realizado por Batista (2009). Estima-se que ao longo do tempo as empresas se reajustem melhor às recomendações da OCDE de forma a aproximar os modelos de gestão. Assim, progrediremos para um mercado internacional com empresas cotadas em bolsa com um sistema harmonioso na adaptação dos modelos de *corporate governance* a nível europeu.

Esta dissertação é um contributo importante para o conhecimento em geral e empresarial, visto que existem ainda poucos estudos na literatura empresarial sobre os determinantes que influenciam a escolha dos modelos *corporate governance* das empresas dos mercados bolsistas do Euronext NYSE Lisbon e Bolsa de Madrid. É um tema que cada vez ganha mais importância para as organizações. É importante continuar a estudar este tema utilizando outras variáveis que possam influenciar a escolha do modelo de *corporate governance* adoptado

pelas empresas, estudar um período temporal mais extenso, ou fazer inquéritos às empresas e estudar outros índices do mercado bolsista.

Bibliografia

- Alves, A. (2010). *Informação sobre o valor acrescentado nos relatórios de sustentabilidade de empresas Portuguesas e Espanholas*. Tese de Mestrado em Contabilidade. Acedido a 22 de Setembro de 2011, em <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/45428/2/Alberto%20Alves%20%20Aluno%20N.pdf>
- Arruda, G., Madruga, S., & Junior, N. (2008). A Governança Corporativa e a Teoria da Agência em Consonância com a Controladoria. *Revista de Administração da UFSM Brazilian Journal of Management*
- Batista, C. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*. Tese de mestrado em finanças da faculdade de economia do Porto. Acedido a 22 de Setembro de 2011, em <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/56107/2/AS%20VARIVEIS%20DETERMINANTE%20NA%20ESCOLHA%20DO%20MODELO%20DE%20CORPORATE.pdf>
- Beasley, M. (1996). An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71, 443-465
- Ben-Amar, W., & Boujenoui, A. (2006). *Factors explaining corporate governance disclosure quality: Canadian evidence*. University of Ottawa School of Management
- Blanchard, D. (2003). *Risk Management and Corporate Governance*. CGA, Venture Capital consultant Georges Dionne, HEC Montréal. Acedido a 4 de Novembro de 2011, em <http://neumann.hec.ca/gestiondesrisques/03-04.pdf>
- Bolsas y Mercados Españoles (2011). Acedido a 8 de Dezembro de 2011, em <http://www.bolsasymercados.es/>
- Brandão, E. (2002). *Finanças*. (2.º ed.). Porto: Porto Editora
- Brealey, R., & Myers, S. (1999). *Princípios de Finanças Empresariais* (3.ª ed.). Lisboa: Editora McGraw-Hill de Portugal, Lda
- CGOV (2007). *Instituto Português de Corporate Governance*. Acedido a 12 de Novembro de 2011, em <http://www.cgov.pt/CGOV/images/Files/LivroIdaComissaoJuridica%20-%20FINAL.pdf>
- CGOV (2011). *Instituto Português de Corporate Governance*. Acedido a 2 de Março de 2012, em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=570&Itemid=20
- CNMV (2012). *Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Acedido a 8 de Fevereiro de 2012, em <http://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=22>
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005). *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, Lisboa: CMVM. Acedido a 25 de Outubro de 2011, em <http://www.cmvm.pt/cmvm/Pages/default.aspx>
- Costa, F., & Santos, J. (2011). *Corporate Governance: Marcos Históricos e a Actualidade em Portugal*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração - Universidade de Aveiro. Portugal. Acedido a 20 de Setembro de 2011, em

- <http://www.acim2011.org/papers/PT/Governo%20das%20Sociedades/Corporate%20Governance%20-%20Marcos%20Historicos%20e%20a%20Actualidade%20em%20Portugal.pdf>
- Crowther, D., & Seifi, S. (2010). *Corporate Governance and Risk Management*. Acedido a 13 de Fevereiro de 2012, em <http://bookboon.com/en/corporate-governance-and-risk-management-ebook#download>
- Crowther, D., & Seifi, S. (2011). *Corporate Governance and International Business*. Acedido a 13 de Fevereiro de 2012, em <http://bookboon.com/en/corporate-governance-and-international-business-ebook>
- Cunha, V. (2005). *O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas*. Escola de Economia e Gestão. Tese de Mestrado em Contabilidade e Administração. Universidade do Minho. Acedido a 20 de Setembro de 2011, em <http://repositorium.sdum.uminho.pt/bitstream/1822/6473/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o.pdf>
- Destefanis, S., & Sena, S. (2007). *Patterns of Corporate Governance And Technical Efficiency In Italian Manufacturing*. Managerial and Decision Economics. Acedido a 22 de Setembro de 2011, em <http://128.118.178.162/eps/fin/papers/0405/0405026.pdf>
- Douglas, A. (2009). Interactions between Corporate Agency Conflicts. *The Financial Review*, 44,151-178
- Duarte, T. (2007). *O Governo das Sociedades (Corporate Governance) – Análise do Desempenho das Sociedades Cotadas em Bolsa Respondentes ao 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades*. Universidade técnica de Lisboa. Acedido a 20 de Setembro de 2011, em http://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/921/1/Tese_O%20Governo%20das%20Sociedades%20%28Corporate%20Governance%29.pdf
- Euronext (2012). Acedido A 8 de Janeiro de 2012, em <http://www.euronext.com/editorial/wide/editorial-20783-PT.html>
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88, 288-307. Acedido a 22 de Setembro de 2011, em <http://student.bus.olemiss.edu/files/jeggington/OLE%20MISS%20PHD%20Program/Fin%20635/2/fama.pdf>
- Ferreira, J. (2009). *Os Problemas do Corporate Governance nas Empresas Públicas*. Dissertação de Mestrado em Ciências Jurídicas Empresariais. Acedido a 20 de Setembro de 2011, em http://run.unl.pt/bitstream/10362/6195/1/Ferreira_2009.pdf
- Gabinete de Estratégia e Planeamento (2012). Acedido a 10 de Fevereiro de 2012, em http://www.gep.msss.gov.pt/destaques/irct_ru2011/irctactividade.php
- IBEX (2005). *Sociedad de Bolsas – Sistema de Interconexión Bursátil*. Índices IBEX. Acedido a 8 de Dezembro de 2011, em <http://www.ibex35.com/>
- IBEX-35 - Bolsa de Madrid (2012). Acedido a 25 de Janeiro de 2012, em <http://www.bolsamadrid.es/esp/contenido.asp?enlace=/esp/bolsamadrid/publicacion/estadisticas/keyfigures.htm>

- IFC – International Finance Corporation (2012). Acedido a 15 de Fevereiro de 2012, em http://www1.ifc.org/wps/wcm/connect/Topics_Ext_Content/IFC_External_Corporate_Site/Corporate+Governance
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*
- Jiangyong, L., Bin, X., & Xiaohui, L. (2009). The Effects of Corporate Governance and Institutional Environments on Export Behaviour in Emerging Economies, Evidence from China. *Management International Review*, 49, 455-478
- Jones, I., & Pollitt, M. (2003). *Understanding How Issues In Corporate Governance Develop: Cadbury Report To Higgs Review*. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge. Acedido a 20 de Setembro de 2011, em <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/wp277.pdf>
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-Sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31, 246-271
- Monks, R., & Minow, N. (2008). *Corporate Governance* (4.ª ed). England: Wiley
- Morais, G. (2011). *La Responsabilidad Del Control Interno En El Gobierno Corporativo: Caso Portugal/España*. Departamento de Contabilidade y Auditoria do ISCAC instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra. Acedido a 22 de Setembro de 2011, em <http://ebookbrowse.com/vs-84h-11-25-46-pdf-d365649168>
- Neves, J. (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*. Lisboa: Editora McGraw-Hill de Portugal, Lda
- Nogueira, S. (2011). *O impacto da presença e características dos administradores independentes no desempenho das empresas*. Dissertação do Mestrado em Finanças. Acedido a 22 de Outubro de 2011, em <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/57176/2/Impacto%20da%20Presena%20e%20Caractersticas%20dos%20Adm.pdf>
- NYSE EURONEXT - European Equities Lisbon (2012). Acedido a 12 de Fevereiro de 2012, em <https://europeanequities.nyx.com/pt-pt/equities-directory/lisbon>
- OCDE (2004). *Principles de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*. Paris. Acedido a 21 de Setembro de 2011, em <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>
- Robicheaux, S., Fu, X., & Ligon, J. (2008). Lease Financing and Corporate Governance. *The Financial Review*, 43, 403-437
- Santos, J. (2009). *Corporate Governance: Desenvolvimentos Recentes e a Realidade Portuguesa*. Universidade Aberta. Aveiro. Acedido a 12 de Outubro de 2011, em <http://repositorioaberto.univ-ab.pt/bitstream/10400.2/1581/1/2009-12-Santos,%20Joaquim%20A.Neiva-CG-Desenvolvimentos%20recentes%20e%20a%20realidade%20portuguesa.pdf>
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance. Acedido a 21 de Setembro de 2011 em http://www.ecgi.org/codes/documents/libro_bianco_cgov_pt.pdf

- Silva, D. (2009). *O Impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais*. Tese de Mestrado em Finanças. Acedido a 20 de Outubro de 2011, em <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/53856/2/DISSERTDanielSilva.pdf>
- Sousa, J. (2007). *A divulgação voluntária de informação empresarial em Portugal e Espanha*. Universidade de Aveiro – Portugal. Acedido a 22 de Outubro de 2011, em <http://www.aeca.es/xvcongresoaecca/cd/93a.pdf>

Anexos

Anexo I: Empresas não-financeiras pertencentes ao índice bolsista PSI-20

Empresas não-financeiras pertencentes ao índice bolsista PSI-20		
Ano de 2009	Ano de 2010	Ano de 2011
Altri, SGPS, S. A.	Altri, SGPS, S. A.	Altri, SGPS, S. A.
Brisa, S. A.	Brisa, S. A.	Brisa, S. A.
Cimpor, SGPS, S. A.	Cimpor, SGPS, S. A.	Cimpor, SGPS, S. A.
EDP-R	EDP-R	EDP-R
Galp Energia, SGPS, S. A.	Galp Energia, SGPS, S. A.	Galp Energia, SGPS, S. A.
JMartins, SGPS, S. A.	INAPA, SA	JMartins, SGPS, S. A.
Mota Engil, SGPS, S. A.	JMartins, SGPS, S. A.	Mota Engil, SGPS, S. A.
Portucel, S. A.	Mota Engil, SGPS, S. A.	Portucel, S. A.
PTelecom, SGPS, S. A.	Portucel, S. A.	PTelecom, SGPS, S. A.
REN	PTelecom, SGPS, S. A.	REN
Semapa, SGPS, S. A.	REN	Semapa, SGPS, S. A.
Sonae Indústria, SGPS, S. A.	Semapa, SGPS, S. A.	Sonae Indústria, SGPS, S. A.
Sonae, SGPS, S. A.	Sonae Indústria, SGPS, S. A.	Sonae, SGPS, S. A.
Sonaecom, SGPS, S. A.	Sonae, SGPS, S. A.	Sonaecom, SGPS, S. A.
Teixeira Duarte, S. A.	Sonaecom, SGPS, S. A.	ZON Multimédia, SGPS, S. A.
ZON Multimédia, SGPS, S. A.	ZON Multimédia, SGPS, S. A.	

Anexo II: Empresas não-financeiras pertencentes ao índice bolsista IBEX-35

Empresas não-financeiras pertencentes ao índice bolsista IBEX-35		
Ano de 2009	Ano de 2010	Ano de 2011
Abengoa, S. A.	Abengoa, S. A.	Abengoa, S. A.
Abertis Infraestructuras, S. A.	Abertis Infraestructuras, S. A.	Abertis Infraestructuras, S. A.
Acciona, S. A.	Acciona, S. A.	Acciona, S. A.
Acerinox, S. A.	Acerinox, S. A.	Acerinox, S. A.
ACS, S. A.	ACS, S. A.	ACS, S. A.
Bolsas y M. Españoles, S. A.	Amadeus it Holding, S. A.	Amadeus it Holding, S. A.
Ebro Foods, S. A.	Bolsas y M. Españoles, S. A.	Bolsas y M. Españoles, S. A.
Enagás, S. A.	Ebro Foods, S. A.	DIA, S. A.
Endesa, S. A.	Enagás, S. A.	Ebro Foods, S. A.
FCC, S. A.	Endesa, S. A.	Enagás, S. A.
Ferrovial, S. A.	FCC, S. A.	Endesa, S. A.
Gamesa, S. A.	Ferrovial, S. A.	FCC, S. A.
Gas Natural SDG, S. A.	Gamesa, S. A.	Ferrovial, S. A.
Grifols, S. A.	Gas Natural SDG, S. A.	Gamesa, S. A.
Iberdrola Renovables, S. A.	Grifols, S. A.	Gas Natural SDG, S. A.
Iberdrola, S. A.	Iberdrola Renovables, S. A.	Grifols, S. A.
Iberia, S. A.	Iberdrola, S. A.	Iberdrola, S. A.
Inditex, S. A.	Iberia, S. A.	Inditex, S. A.
Indra Sistemas, S. A.	Inditex, S. A.	Indra Sistemas, S. A.
Mediaset, S. A.	Indra Sistemas, S. A.	International Airlines Group
Obrascón Huarte Lain, S. A.	Mediaset, S. A.	Mediaset, S. A.
Red Eléctrica España, S. A.	Obrascón Huarte Lain, S. A.	Obrascón Huarte Lain, S. A.
Repsol YPF, S. A.	Red Eléctrica España, S. A.	Red Eléctrica España, S. A.
Sacyr Vallhermoso, S. A.	Repsol YPF, S. A.	Repsol YPF, S. A.
Técnicas reunidas, S. A.	Sacyr Vallhermoso, S. A.	Sacyr Vallhermoso, S. A.
Telefónica, S. A.	Técnicas reunidas, S. A.	Técnicas reunidas, S. A.
	Telefónica, S. A.	Telefónica, S. A.

Anexo III: Modelo *logit* para as empresas *core*.

Convergência atingida depois de 7 iterações

Modelo 106: Logit, usando as observações 1-39

Variável dependente: Modelo_de_C_G_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p	
const	-2,60747	1,68228	-1,550	0,1212	
Mercado	2,00567	1,28274	1,564	0,1179	
Tamanho_empresa	-2,15956e-07	1,21157e-07	-1,782	0,0747	*
Sector_act_	1,12293	0,494566	2,271	0,0232	**
Est_Financeira	0,0789728	0,0599618	1,317	0,1878	
ROE_medio	-8,45596	6,65520	-1,271	0,2039	
Racio_administ	-127,465	70,9092	-1,798	0,0722	*
Capit_bolsista_	2,89840e-08	4,14993e-08	0,6984	0,4849	
Indice_HERFINDA	1,74634	3,10370	0,5627	0,5737	
Cap_Publicos	1,52818	2,10865	0,7247	0,4686	
Média var. dependente	0,333333				
D.P. var. dependente	0,117499				
R-quadrado de McFadden	0,336946				
R-quadrado ajustado	-0,065889				
Log. da verosimilhança	-16,45968				
Crítério de Akaike	52,91935				
Crítério de Schwarz	69,55497				
Crítério de Hannan-Quinn	58,88807				

Número de casos 'correctamente preditos' = 33 (84,6%)

f(beta'x) na média das variáveis independentes = 0,117

Teste de razões de verosimilhanças: Qui-quadrado(9) = 16,7288 [0,0531]

	Predito	
	0	1
Actual 0	24	2
1	4	9

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 6 (Indice_HERFINDA)

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 6,30617

com valor p = 0,0427201

Anexo IV: Modelo *logit* para as empresas do ano 2011

Convergência atingida depois de 8 iterações

Modelo 1: Logit, usando as observações 1-42

Variável dependente: Modelo_de_C_G_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-0,606805	1,17425	-0,5168	0,6053
Mercado	0,594813	0,944857	0,6295	0,5290
Tamanho_da_empr	-1,08147e-07	6,06106e-08	-1,784	0,0744 *
Sector_de_activ	0,374519	0,303888	1,232	0,2178
Racio_da_admini	-76,7779	53,5230	-1,434	0,1514
Capitalizacao_b	2,30512e-08	3,48717e-08	0,6610	0,5086
Indice_HERFINDA	2,79571	2,69391	1,038	0,2994
Capitais_Public	-0,939100	1,64657	-0,5703	0,5684
Média var. dependente	0,380952			
D.P. var. dependente	0,214401			
R-quadrado de McFadden	0,233009			
R-quadrado ajustado	-0,053625			
Log. da verosimilhança	-21,40688			
Crítério de Akaike	58,81375			
Crítério de Schwarz	72,71511			
Crítério de Hannan-Quinn	63,90915			

Número de casos 'correctamente preditos' = 29 (69,0%)

f(beta'x) na média das variáveis independentes = 0,214

Teste de razões de verosimilhanças: Qui-quadrado(7) = 13,0066 [0,0719]

	Predito	
	0	1
Actual 0	22	4
1	9	7

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 3 (Capitais_Public)

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 4,14844

com valor p = 0,125654

Anexo V: Modelo *logit* para as empresas do ano 2010

Convergência atingida depois de 7 iterações

Modelo 1: Logit, usando as observações 1-43

Variável dependente: Modelo_de_C_G_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-1,04128	1,08794	-0,9571	0,3385
Mercado	0,126400	0,829694	0,1523	0,8789
Tamanho_da_empr	-1,38982e-07	9,45388e-08	-1,470	0,1415
Sector_de_activ	0,372315	0,244877	1,520	0,1284
Racio_da_admini	-31,0870	36,7262	-0,8465	0,3973
Capit_bolsista	1,58007e-08	2,02042e-08	0,7821	0,4342
Indice_HERFINDA	0,615229	2,38496	0,2580	0,7964
Capitais_Public	-0,756047	1,31671	-0,5742	0,5658
Média var. dependente	0,302326			
D.P. var. dependente	0,169997			
R-quadrado de McFadden	0,225539			
R-quadrado ajustado	-0,078050			
Log. da verosimilhança	-20,40808			
Crítério de Akaike	56,81615			
Crítério de Schwarz	70,90575			
Crítério de Hannan-Quinn	62,01196			

Número de casos 'correctamente preditos' = 30 (69,8%)

f(beta'x) na média das variáveis independentes = 0,170

Teste de razões de verosimilhanças: Qui-quadrado(7) = 11,8865 [0,1044]

	Predito	
	0	1
Actual 0	27	3
1	10	3

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 1 (Mercado)

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 11,8771

com valor p = 0,00263586

Anexo VI: Modelo *logit* para as empresas do ano 2009

Convergência atingida depois de 7 iterações

Modelo 13: Logit, usando as observações 1-42

Variável dependente: Modelo_de_C_G_

	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p
const	-0,704822	1,06860	-0,6596	0,5095
Tamanho_da_empr	-1,51804e-07	9,62069e-08	-1,578	0,1146
Sector_de_activ	0,464713	0,266689	1,743	0,0814 *
Racio_da_admini	-21,0213	26,7955	-0,7845	0,4327
Capitais_Public	-0,750862	1,37513	-0,5460	0,5850
Indice_HERFINDA	-1,46809	2,28054	-0,6437	0,5197
Mercado	-0,337906	0,828969	-0,4076	0,6836
Capit_bolsista	1,46112e-08	2,19693e-08	0,6651	0,5060
Média var. dependente	0,309524			
D.P. var. dependente	0,172580			
R-quadrado de McFadden	0,200422			
R-quadrado ajustado	-0,107434			
Log. da verosimilhança	-20,77801			
Crítério de Akaike	57,55601			
Crítério de Schwarz	71,45737			
Crítério de Hannan-Quinn	62,65141			

Número de casos 'correctamente preditos' = 31 (73,8%)

f(beta'x) na média das variáveis independentes = 0,173

Teste de razões de verosimilhanças: Qui-quadrado(7) = 10,4164 [0,1662]

		Predito	
		0	1
Actual	0	27	2
	1	9	4

Excluindo a constante, o valor p foi o maior para a variável 1 (Mercado)

Teste da normalidade dos resíduos -

Hipótese nula: o erro tem distribuição Normal

Estatística de teste: Qui-quadrado(2) = 10,8552

com valor p = 0,00439358