



Instituto Politécnico  
de Viana do Castelo

**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)**

**INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA**

***CORPORATE GOVERNANCE E CONFLITOS DE AGÊNCIA EM PORTUGAL:  
REVISÃO DE LITERATURA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA***

Nuno Henrique Veigas Carvalho

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do Grau  
de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientada por:

Professora Doutora Amélia Maria Martins Pires

Professora Doutora Paula Odete Fernandes

Bragança, fevereiro, 2017.



Instituto Politécnico  
de Viana do Castelo

**ASSOCIAÇÃO DE POLITÉCNICOS DO NORTE (APNOR)**

**INSTITUTO POLITÉCNICO DE BRAGANÇA**

***CORPORATE GOVERNANCE E CONFLITOS DE AGÊNCIA EM PORTUGAL:  
REVISÃO DE LITERATURA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA***

Nuno Henrique Veigas Carvalho

Dissertação apresentada ao Instituto Politécnico de Bragança para obtenção do Grau  
de Mestre em Gestão das Organizações, Ramo de Gestão de Empresas

Orientada por:

Professora Doutora Amélia Maria Martins Pires

Professora Doutora Paula Odete Fernandes

Bragança, fevereiro, 2017.

## RESUMO

O *Corporate Governance* (CG), não sendo uma problemática nova, ganha particular relevância na sequência da recente crise financeira que assolou as economias mundiais, os mercados e as instituições. Por sua vez, o mercado acionista português, porque formado por empresas de pequena e média dimensão, com elevada concentração de capital e onde a propriedade e a gestão tendem a apresentar-se concentradas, é potencialmente gerador de custos de agência.

O presente trabalho procurou discutir e perceber a influência dos modelos de CG no desempenho empresarial, com particular incidência no âmbito dos principais conflitos de agência. Com recurso a uma metodologia quantitativa e a uma amostra de 42 empresas pertencentes ao *Euronext Lisbon*, foram levantadas seis hipóteses de investigação com o propósito de procurar perceber se existem diferenças no desempenho empresarial tendo em conta o modelo de CG adotado (modelo Anglo-saxónico e o modelo Latino) bem como o tipo de remuneração, considerando a existência de remuneração fixa e variável. Adicionalmente foi analisada a associação entre as variáveis de *performance* e as variáveis modelo de CG e tipo de remuneração. Os resultados apontam que os modelos de CG e o tipo de remuneração não afetam a *performance* empresarial e que a escolha do modelo de CG não influencia o tipo de remuneração, o que se pode traduzir em custos de agência entre administradores e acionistas.

**Palavras-chave:** *Corporate Governance*; Teoria da agência; Conflitos de agência; Acionistas; Administradores.

## RESUMEN

El Gobierno Corporativo (GC) no es un problema nuevo, pero adquiere mayor relevancia a raíz de la reciente crisis financiera que afectó a la economía global, los mercados y las instituciones. El mercado de valores portugués, que consiste en las pequeñas y medianas empresas, con una alta concentración de capital y donde la propiedad y la gestión concentrada es potencialmente generador de costos de agencia.

Este estudio tuvo como objetivo analizar y comprender la influencia de los modelos CG en el rendimiento del negocio, con un enfoque particular en los principales conflictos de agencia. Utilizando una metodología cuantitativa y una muestra de 42 empresas pertenecientes a la *Euronext Lisboa*, que se plantearon seis hipótesis de investigación con el fin de tratar de entender si hay diferencias en el rendimiento del negocio, teniendo en cuenta el modelo adoptado CG (modelo anglosajón y el modelo de América) y el tipo de compensación, teniendo en cuenta la existencia de la retribución fija y variable. Además se analizó la asociación entre las variables de rendimiento y variables modelo CG y el tipo de remuneración. Los resultados muestran que los modelos de GC y el tipo de compensación que no afectan al rendimiento del negocio y la elección del modelo CG no influyen en el tipo de compensación, que puede traducirse en costes de agencia entre accionistas y directivos.

**Palabras clave:** *Corporate Governance*; Teoría de la Agencia; Conflictos de Agencia; Accionistas; Administradores.

## **ABSTRACT**

Corporate Governance (CG) is not a new issue but gains more relevance in the wake of the recent financial crisis that has affected the world economies, markets and institutions. The Portuguese stock market, made up of small and medium-sized companies with a high concentration of capital and concentrated ownership and management, is potentially agency costs generator.

The present work required to discuss and perceive the influence of CG models on business performance, with particular incidence in the scope of the main agency conflicts. Using a quantitative methodology and a sample of 42 companies belonging to the Euronext Lisbon, six researches hypotheses were raised in order to observe if there are differences in business performance taking into account the adopted CG model (Anglo-Saxon model and the Latin model) as well as the type of remuneration, considering the existence of fixed and variable remuneration. Additionally, the association between the performance variables and the CG model variables and the type of remuneration was analyzed. The results showed that CG models and the type of remuneration do not affect corporate performance. Likewise, the choice of CG model does not influence the type of remuneration, which can translate into agency costs between managers and shareholders.

**Keywords:** Corporate Governance; Agency Theory; Agency conflicts; Shareholders; Managers.

## **Agradecimentos**

Uma palavra especial para todos aqueles que durante esta caminhada, que não foi fácil, me auxiliaram de uma forma ou de outra. O caminho foi longo e cheio de desafios, a todos eles procurei dar resposta, mas sem a ajuda dos que me são mais próximos não teria sido possível. Nos momentos mais difíceis, nos momentos de desânimo, foi em vós que me refugiei. Em primeiro lugar às minhas orientadoras, à Professora Doutora Amélia Pires e à Professora Doutora Paula Odete Fernandes, foram ambas incansáveis e sempre disponíveis no apoio prestado e no conhecimento transmitido, em todas as fases do presente trabalho. Também à família: aos meus pais, Rosário e Isidro, à minha irmã Carolina, aos meus avós, Maria, Fátima e Belmiro, mas também aos meus tios e primos. Sem vós tudo seria mais difícil. A ti Cláudia pela paciência e força transmitida, ao Sr. Luís pela disponibilidade e apoio constante no contexto laboral. A todos os outros, os amigos, que de uma forma ou de outra participaram e ajudaram na execução deste trabalho, o meu muito obrigado a todos.

## **Lista de Siglas e abreviaturas**

CA - Conselho de Administração

CAud - Comissão de Auditoria

CE - Conselho Executivo

CEO - *Chief Executive Officer*

CF - Conselho Fiscal

CG - *Corporate Governance*

CGe - Conselho Geral

CGS - Código de Governo das Sociedades

CMVM - Comissão de Mercado e Valores Mobiliário

CSC - Código das Sociedades Comerciais

EU - União Europeia

EUA - Estados Unidos da América

FU - Fiscal Único

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PCAOB - *Public Company Accounting Oversight Board*

PSI - *Portuguese Stock Index*

ROC - Revisor Oficial de Contas

ROE - *Return on Equity*

RU - Reino Unido

SEC - *Securities and Exchange Commission*

SOX - Lei de *Sarbanes-Oxley*

TA - Teoria da Agência

## Índice Geral

Índice de Figuras .....	vi
Índice de Tabelas .....	vii
INTRODUÇÃO .....	1
I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO .....	3
1.1. <i>Corporate Governance</i> .....	4
1.1.1. Perspetiva geral.....	4
1.1.2. Sistemas de <i>Corporate Governance</i> e sua caracterização.....	5
1.1.3. Modelos de <i>Corporate Governance</i> em Portugal.....	8
1.1.4. Princípios de <i>Corporate Governance</i> .....	11
1.1.5. Limitações dos Sistemas de <i>Corporate Governance</i> .....	15
1.2. A Teoria da Agência e a sua relação com o <i>Corporate Governance</i> .....	18
1.2.1. Fundamentos da Teoria da Agência .....	19
1.2.2. Implicações e consequências dos problemas de Agência.....	21
1.2.3. <i>Corporate Governance</i> e conflitos de Agência em Portugal .....	23
II – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO .....	27
2.1. Objetivo do estudo e hipóteses de investigação .....	28
2.2. Recolha de Informação .....	29
2.3. Descrição das variáveis em análise .....	30
2.4. Tratamento dos Dados .....	32
2.5. Apresentação da Amostra.....	35
III – CORPORATE GOVERNANCE E CONFLITOS DE AGÊNCIA EM PORTUGAL.....	38
3.1. Caracterização da Amostra.....	39
3.2. Análise Descritiva Exploratória .....	39
3.3. Validação das Hipóteses de Investigação .....	40
CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO .....	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	55



## Índice de Figuras

Figura 1: Estrutura tipo do Modelo Latino. ....	10
Figura 2: Estrutura tipo do Modelo Anglo-Saxónico.....	10
Figura 3: Estrutura tipo do Modelo Dualista .....	11

## Índice de Tabelas

Tabela 1: Valores assumidos pelas variáveis em estudo. ....	35
Tabela 2: Amostra em estudo (continua). ....	36
Tabela 3: Distribuição das empresas por setor de atividade. ....	39
Tabela 4: Distribuição das empresas por modelo de governo seguido. ....	39
Tabela 5: Resultados para a análise descritiva por ano. ....	40
Tabela 6: Resumo da informação estatística para o Modelo de CG e Tipo de Remuneração. .	42
Tabela 7: Valores para a associação entre variáveis – Teste de Phi. ....	43
Tabela 8: Resultado do Modelo Logit para a variável dependente: Modelo de CG. ....	45
Tabela 9: Resultado do Modelo Logit para a variável dependente Tipo de Remuneração. ....	48
Tabela 10: Resultado das Hipóteses de Investigação. ....	50

## INTRODUÇÃO

Tendo em conta os mais recentes escândalos financeiros que têm assolado as economias mundiais, os mercados e as instituições reconhecem que os princípios de *Corporate Governance* (CG), quando aplicados, promovem a confiança nos mercados, o crescimento económico e a transparência da gestão. Em virtude dos escândalos financeiros, várias alterações ocorreram a diversos níveis, económico, político, social ou cultural. A OCDE (2004) indica que não existe um modelo único de bom governo, visto que os modelos têm de se adaptar à cultura, tradições e enquadramento legal e institucional de cada país e de cada empresa. Sardinha (2014) destaca os sistemas de CG anglo-saxónico, também designado por sistema de controlo externo, e continental, ou sistema de controlo interno, e destaca que as práticas de governo vão evoluindo em função das mudanças registadas no meio envolvente. Também Campos (2015) enfatiza o papel social das empresas, assim como as alterações provocadas pelas suas atividades económicas. Estas mudanças têm merecido crescente preocupação por parte de diferentes grupos de interesses, nomeadamente do Estado, dos consumidores e dos investidores. A confirmar esta preocupação crescente estão os desenvolvimentos recentes levados a cabo no contexto do CG. Dos quais se destacam, neste estudo, o Relatório de *Cadbury*, criado em 1991 no Reino Unido, o Relatório de *Winter II*, criado a pedido da Comissão Europeia no ano de 2002, a Lei de *Sarbanes-Oxley*, publicada em 2002 no EUA, e ainda os Princípios de *Corporate Governance* da OCDE, aprovados e publicados em 1999 e que foram objeto de revisão no ano de 2014.

Por sua vez, os conflitos de agência entre o órgão de gestão e os acionistas/*stakeholders*, explicados no âmbito da Teoria da Agência (TA), são reconhecidos como um dos principais problemas dos modelos de CG. Num contrato de agência, uma vez que o agente, administradores, e o principal, acionistas, perseguem diferentes interesses, em virtude da separação entre propriedade e gestão, a maximização das utilidades de ambos (os agentes) encontra-se comprometida. Jensen e Meckling (1976) definem contrato de agência como sendo o contrato em que o principal (acionista) delega o poder e a capacidade de decisão no agente (administrador) para obter a maximização das suas utilidades. O contrato de agência dá, pois, origem a custos, denominados custos de agência, que se verificam pelo menos a dois níveis, na relação entre gestores e *stakeholders* e os que se geram entre acionistas maioritários e minoritários.

É no âmbito desta problemática que se desenvolve o presente trabalho, mais concretamente com o objetivo de procurar identificar a relação existente entre as principais características do modelo de CG dominante em Portugal e o desempenho empresarial, com especial enfoque nos conflitos de agência. Ou seja, centrado no modelo de CG dominante nas empresas portuguesas e nas suas principais características, procurará não só discutir a sua influência na *performance* empresarial, com particular incidência no âmbito dos principais conflitos de agência, como também, procurar perceber em que medida podem os modelos de CG interferir ou ser utilizados

para ver reduzidos estes problemas e maximizar a utilidade de ambas as partes (principal e agente).

Para lhe dar resposta, o presente trabalho, inicia com esta introdução e encontra-se dividido em três partes. Uma primeira de enquadramento teórico, que compreende uma abordagem ao CG e aos seus principais sistemas e à teoria da agência, seus fundamentos, implicações e consequências com o objetivo de procurar estabelecer, ainda que no plano teórico, uma abordagem ao CG e aos conflitos de agência em Portugal. Uma segunda, dedicada à metodologia de investigação, e que contém uma descrição do objetivo de estudo e das hipóteses de investigação, do processo de recolha de informação, a descrição das variáveis em análise, o processo de tratamento de dados e a apresentação da amostra. A terceira e última, e que surge sob a designação de CG e conflitos de agência em Portugal, compreende a caracterização da amostra, a análise descritiva exploratória e a validação das hipóteses de investigação.

Termina com a apresentação das principais conclusões a extrair do trabalho realizado, as limitações encontradas e que condicionam a interpretação e o alcance das mesmas e, ainda, a apresentação de sugestões e ou linhas de investigação para trabalhos futuros.

## **I – ENQUADRAMENTO TEÓRICO**

---

## 1.1. **Corporate Governance**

### 1.1.1. **Perspetiva geral**

As primeiras referências ao conceito de CG remontam ao século XVIII quando, ainda que implicitamente, se advertia para o facto dos diretores das grandes sociedades empresariais, sendo administradores mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, poderem não cuidar dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu (Smith, 1776). Contudo, os principais desenvolvimentos em torno do conceito CG seriam experimentados mais recentemente, fundamentalmente concentrados nas últimas décadas do século XX e início do século XXI e principalmente focados na gestão e no controlo das sociedades empresariais, como se alcança do Relatório de *Cadbury* (1992), onde o CG surge como um sistema de base no qual as sociedades são dirigidas e controladas. Daqui deriva a definição mais comumente aceite e apresentada por Andersson (1999), que o define como o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas e cuja estrutura especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes na empresa (conselho de administração, gestores, acionistas e outros intervenientes) e dita as regras e procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e as formas de os atingir e monitorizar.

Por sua vez, Shleifer e Vishny (1997) definem CG como a forma como os financiadores das empresas garantem que recebem o retorno dos seus investimentos, enquanto a CMVM (2005) o apresenta como um sistema de regras e linhas de conduta relativas ao exercício da direção e do controlo das sociedades, ainda que fundamentalmente centrado nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Acrescenta que o CG comporta uma vertente interna, que compreende o conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade cotada, e uma vertente externa, reportada à avaliação do desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a atuação dos investidores institucionais apresenta importância capital. A expressão CG designa, precisamente, o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo como objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência (Silva, Vitorino, Alves, Cunha & Monteiro, 2006).

O CG experimentou novo impulso com os mais recentes escândalos financeiros que vêm assolando as economias mundiais e onde, como consequência, o sistema de orientação e controlo proposto pelas definições de CG tem vindo a ser imposto sobre a forma de força de lei, primeiramente no mercado norte-americano, com a Lei de *Sarbanes-Oxley Act* (2002), e logo depois na União Europeia (EU) através de um conjunto de medidas proposta pela OCDE (2004) sob a forma de recomendações que a EU acolheu na Diretiva 2006/46/CE, do Parlamento

Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, e que viria a influenciar a legislação dos diferentes Estados membros. Os normativos que surgiram mais recentemente, foram não só resultado dos recentes escândalos financeiros como potenciados por fenómenos como a globalização económica e financeira, o desenvolvimento do mercado de capitais ou a internacionalização das empresas e que resultam no aumento de oportunidades quer para empresas quer para investidores. Com a globalização as empresas veem aumentada a possibilidade de se internacionalizarem, o número de investidores a que têm acesso, a sua reputação e a oportunidade para identificarem o quadro legal e regulatório que considerem mais vantajoso (OCDE, 2015). Por outro lado, o acesso às novas tecnologias de informação e comunicação tornaram mais rápido o acesso à informação por parte de todos os *stakeholders*.

No que ao nosso país diz respeito, as sociedades que emitem ações admitidas à negociação no mercado regulamentado, estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o grau de acolhimento do Código de Governo das Sociedades, que compreende um conjunto de recomendações propostas pela CMVM (Ribeiro, 2014). O envolvimento do CG nos diferentes ramos do direito tem como objetivo proteger, através da lei, os investidores relativamente à hipótese de virem a ser expropriados por parte dos gestores ou acionistas majoritários (Silva et al., 2006).

### **1.1.2. Sistemas de *Corporate Governance* e sua caracterização**

Existem vários modelos de CG e estes variam de país para país, tendo em conta o enquadramento legal que cada país adota. Podem também variar de empresa para empresa, de acordo com a natureza recomendatória de alguns códigos, nomeadamente os adotados na EU. O *Corporate Governance Factbook* (2015), elaborado pela OCDE, refere que os países não só combinam instrumentos legais e regulatórios como os códigos e princípios para lidar com as questões relacionadas com o CG.

Os sistemas legais têm um papel importante no estabelecimento dos sistemas de CG uma vez que as leis estabelecem os tipos de contratos que os indivíduos e as organizações podem estabelecer. De acordo com David e Brierley (1985) os sistemas legais da maioria dos países derivam de um conjunto pequeno de “famílias” legais, como a lei Inglesa (*common law*) ou a lei francesa e a alemã (*civil law*). Ou seja, os ordenamentos jurídicos têm origem em duas grandes correntes ou grupos, o direito comum (*common law*) e o direito civil (*civil law*).

No ordenamento de tipo *common law*, típico de países como os Estados Unidos da América (EUA), Canadá, Reino Unido (RU) e outros cujo desenvolvimento tenha sido fortemente influenciado por estes, o direito desenvolve-se pela via das decisões dos tribunais e não mediante atos legislativos ou executivos, típicos de países de corrente *civil law* (Santos, 2009). Por sua vez, nos países de tipo *common law* há uma forte proteção dos acionistas minoritários (Choo, 2005). A proteção dos direitos dos acionistas minoritários surge como a característica mais importante dos sistemas de influência *common law* no que ao CG diz respeito (Shleifer &

Vishny, 1997; La Porta, Silanes, Shleifer & Vishny, 1998; La Porta, Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). A luta de classes, definida como o conflito entre proprietários e trabalhadores, surge também como uma característica importante nestes sistemas, de tipo *common law*, uma vez que ao afetar a natureza da relação de propriedade, o desenvolvimento dos mercados financeiros e a lei laboral, tem um importante papel na política social das empresas (Roe, 2003). A religião, fruto do seu poder social, afeta também os sistemas políticos uma vez que há tradições religiosas mais tolerantes e que promovem a riqueza relativamente a outras (Coffee, 2001). Por sua vez, os ordenamentos de tipo *civil law*, característicos de países europeus e de influência europeia, apresentam uma proteção dos investidores mais fraca, seja por razões judiciais, políticas ou ambas (La Porta et al., 2000) e utilizam estatutos e códigos abrangentes como o principal meio para organizarem os seus princípios legais (Santos, 2009). Nestes sistemas o legislador confere aos juizes muito pouco poder mas tende a preservar o poder do Estado relativamente aos direitos dos cidadãos, pelo que surgem geralmente caracterizados por sistemas de tipo “*top down*” (Choo, 2005). O sistema *civil law* faz assentar o seu poder nas instituições financeiras e na força laboral e caracteriza-se por concentrar o controlo dos negócios em grandes famílias (Santos, 2009). A este respeito, Portugal surge caracterizado como um país que adota o ordenamento jurídico do tipo *civil law*, com fraca proteção legal aos acionistas minoritários (La Porta et al., 2000).

As características do ordenamento jurídico vão moldar ou determinar as características dos sistemas de CG, o que determina que haja diferentes modelos de CG e estes variem de país para país como consequência do enquadramento legal de cada um. Porém, o CG não se faz depender apenas do enquadramento jurídico. Atendendo a que é parte de um grande contexto económico, social e legal onde as empresas operam, inclui, para além das questões legais e políticas, os aspetos macroeconómicas, a competição pelos produtos e pelos fatores de mercado e o próprio ambiente institucional (OCDE, 2004).

Contudo, e não obstante a teoria apontar para a existência de diferentes sistemas de CG (OCDE, 2004), a maior referência ou os principais modelos a distinguir, segundo Vieira, Jorge e Canadas (2009), são o sistema anglo-saxónico, também designado de sistema de controlo externo, de orientação *common law*, e o sistema continental, ou sistema de controlo interno, de corrente *civil law* (Silva et al., 2006). O anglo-saxónico, maioritariamente utilizado em países como EUA, o RU e demais países de influência anglo-saxónica e o continental típico da Europa Continental e Japão.

### **I. O Modelo Anglo-saxónico**

O Modelo Anglo-saxónico, típico de países de corrente anglo-saxónica, é um modelo que, através da variação no preço das ações, sinaliza a aprovação ou não aprovação, por parte dos investidores, relativamente aos administradores (Lethbridge, 1997). Ou seja, assenta na convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas que exerce um efeito disciplinador sobre os gestores profissionais. Quer isto dizer que o mercado autorregula os



gestores e quando estes não atuem de acordo com os interesses dos acionistas as empresas respetivas não conseguirão maximizar o seu valor e, como consequência, serão objeto de uma oferta pública de aquisição, no seguimento da qual se verão substituídas por outras mais competentes e empenhadas na criação de riqueza para os seus acionistas (Silva et al., 2006).

No que respeita à estrutura e propriedade, no modelo Anglo-saxónico as partes de capital são detidas principalmente por instituições financeiras (Vieira, Jorge & Canadas, 2009). Porém, nos mercados dos EUA e RU, onde o modelo é maioritariamente utilizado, regista-se uma elevada dispersão de capital nas empresas cotadas em bolsa, traduzida numa capacidade limitada do acionista para influenciar o gestor. Também Vieira, Jorge e Canadas (2009) se referem ao modelo Anglo-saxónico como o de mais baixa concentração acionista. Em resultado, desta reduzida concentração, a maior parte dos acionistas não tem um poder significativo na empresa (Ooghe & Vuyst, 2001). Fruto desta dispersão e pulverização de capital, e da fraca influência dos acionistas sobre os gestores, fica garantida a proteção do acionista minoritário.

Relativamente ao modelo de remuneração, a principal componente é variável, em função da cotação e dos resultados da empresa, de forma que seja maximizada a utilidade e os interesses do gestor e estes estejam sincronizados com os interesses dos acionistas.

Outra das principais características do modelo é o funcionamento do Conselho de Administração (CA), normalmente constituído por administradores independentes não executivos que não se podem alinhar com os interesses dos acionistas maioritários mas de todos os acionistas (La Porta, Silanes & Shleifer, 1999). O CA é constituído por administradores internos (*insiders*) e externos (*outsiders*). Os internos são executivos, tendem a fazer carreira na empresa e procuram garantir uma gestão correta e que vá ao encontro dos objetivos estabelecidos pelos acionistas. O modelo Anglo-saxónico coloca as empresas sob a pressão do mercado de produtos e fatores de produção e os gestores fruto sob a pressão do mercado de trabalho (Ratnatunga, 2004). Os administradores externos são, normalmente, não executivos e sem ligação à estrutura interna da empresa, pelo que as suas funções passam, normalmente, por participar nas decisões estratégicas, aconselhar, fiscalizar e avaliar a atividade dos administradores executivos.

## **II. O Modelo Continental**

O Modelo Continental é um modelo característico da Europa central, nomeadamente da Alemanha, considerada como expoente máximo da sua aplicação, e do Japão. Aqui, e contrariamente ao Modelo Anglo-saxónico, o capital encontra-se mais concentrado e, como resultado desta concentração, há uma maior disciplina dos gestores (Morck, Wolfenzon & Yeung 2005). Assim, e em contraste com o modelo Anglo-saxónico, as participações de capital particulares são menos significativas (Vieira et al., 2009).

Nesta circunstância, o foco do modelo Continental está na necessidade de satisfazer as expectativas sociais, em particular o interesse dos empregados e outros *stakeholders*, daí que seja conhecido como o modelo dos *stakeholders* (Ratnatunga, 2004).

Porém, existem ainda custos de agência entre acionistas majoritários e minoritários (Morck et al., 2005) porque os acionistas majoritários, ao controlarem a gestão e tomarem as principais decisões estratégicas da empresa, permitem-se satisfazer os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários. Consequentemente, este modelo de CG centra-se na proteção dos acionistas minoritários relativamente aos grandes acionistas. É até frequente que os próprios acionistas principais tenham assento nos órgãos de administração ou que façam eleger pessoas da sua confiança (Silva et al., 2006). O modelo Continental caracteriza-se, ainda, por levar os gestores a orientarem a gestão para o longo prazo, ao contrário do que se passa no Anglo-saxónico, que tende a privilegiar o curto prazo (Vieira et al., 2009).

Relativamente às remunerações, e contrariamente ao que ocorre no modelo Anglo-saxónico, a remuneração fixa é muito mais significativa do que a remuneração variável. Isso acontece porque os acionistas participam no CA, o que se traduz numa menor necessidade de alinhar os interesses entre os gestores e os acionistas, uma vez que os acionistas têm presença no controlo da empresa.

No que à estrutura dos órgãos de administração diz respeito, em múltiplos países da Europa continental predomina o chamado modelo dualista, caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa. O modelo dualista é dominante em países como a Alemanha, Áustria e Suíça. Noutros países, como é o caso de Portugal, predomina o modelo monista, onde existe um único órgão de administração em cada empresa. Há no entanto alguns países, como França, onde são frequentes ambas as estruturas (Silva et al., 2006).

### **1.1.3. Modelos de *Corporate Governance* em Portugal**

Num mundo globalizado e competitivo e enquanto membro da EU e da OCDE, Portugal não pode ficar desligado ou à margem das tendências e desenvolvimentos mais marcantes, onde se contam os avanços registados ao nível das melhores práticas de CG. Em 1999, ano em que a OCDE emite um documento para dar a conhecer os princípios internacionais dirigidos às sociedades cotadas, a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) faz publicar, em Portugal, o primeiro conjunto de recomendações dirigidos às sociedades cotadas dando especial destaque nesta matéria à internacionalização do investimento, que com a globalização levou a que os países nivelassem os parâmetros de segurança e de organização dos intervenientes nos mercados. Consequente, a difusão e adesão a estas práticas muito contribuiu para o aumento da confiança dos investidores nacionais, tornando as fontes de financiamento mais estáveis (Santos, 2009).

O tratamento das questões relacionadas com o CG em Portugal surge relacionado e impulsionado por dois fatores distintos, embora interligados entre si. De um lado a evolução do direito das sociedades que, desde há décadas, vem dando importantes indicações importantes sobre o tema, e, de outro lado, o direito dos valores mobiliário, que se tem vindo a mostrar

sensível à problemática de âmbito internacional, genericamente designada por governo das sociedades ou CG (Câmara, 2001).

Com o objetivo de ajustar cada vez mais a legislação portuguesa às recomendações da Comissão Europeia, a CMVM tem vindo a propor, ao longo dos últimos anos, alterações aos modelos de governação. Por sua vez, o Código das Sociedades Comerciais (CSC) também lhe faz referência e prevê, de momento, a existência de três modelos distintos e opcionais de CG. Dois modelos de influência *One Tier*, o modelo latino, também denominado de monista simples ou reforçado, e o modelo anglo-saxónico, e um modelo de influência *Double Tier*, também denominado de modelo dualista.

De referir, a este respeito, que o modelo Latino e o Anglo-Saxónico se baseiam, respetivamente, nos princípios já enunciados para os modelos Anglo-Saxónico e Dualista (Batista 2009). A possibilidade de escolha, de entre as diferentes modalidades de estrutura, deve-se ao desejo de harmonização da legislação portuguesa com os restantes Estados Membros da EU.

#### **a. Modelo Latino Monista**

No modelo Latino Monista Simples a estrutura de administração e de fiscalização das sociedades é constituído por três órgãos, a Assembleia Geral (AG), o CA e o Conselho Fiscal (CF) ou Fiscal Único (FU) enquanto o Modelo Latino Reforçado se distingue por incluir um Revisor Oficial de Contas (ROC) (artigo 278.º, n.º 1, CSC). O CA é constituído por membros executivos e não executivos, os membros do CF são maioritariamente independentes, considerando-se como tal aquele que não está associado a qualquer grupo de interesses nem se encontra em situação suscetível de afetar a sua isenção, e têm de possuir qualificações e experiência necessária para exercer a sua função (Batista 2009). Segundo a CMVM (2015), trata-se do modelo mais adotado pelas empresas cotadas portuguesas.

É um modelo não aconselhado para sistemas legais dominados por grupos de acionistas fortes e controladores na medida em que, como já tivemos oportunidade de referir, pode conduzir a elevados custos de agência entre acionistas e administradores (Batista, 2009). A Figura 1 que se segue ilustra o sistema funcional tipo nas empresas que adotam o modelo latino, e que é constituído pela AG a de acionistas, pelo CA, pelo CF/Auditoria e por um ROC.

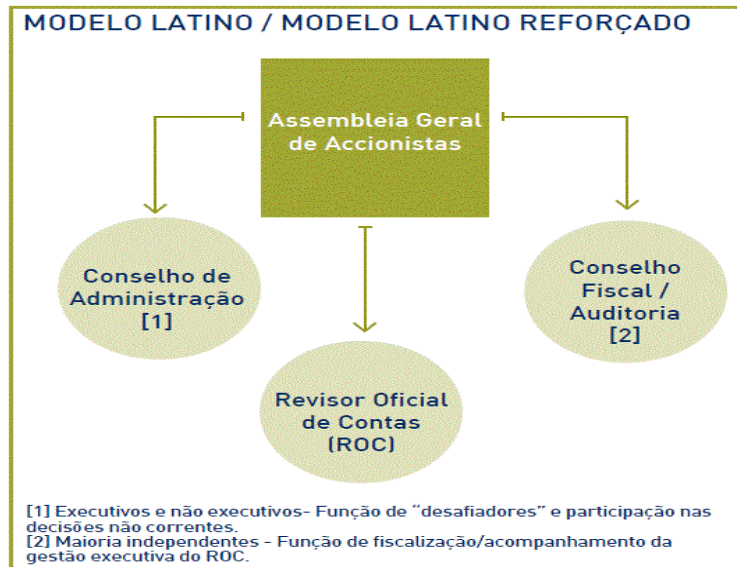


Figura 1: Estrutura tipo do Modelo Latino.

Fonte: Santos et al. (2010, p.12).

#### b. Modelo Anglo-saxónico

No Modelo Anglo-Saxónico, tal como se ilustra na figura 2, a estrutura é composta por três órgãos, a AG, o FU e o CA. O CA incorpora uma Comissão de Auditoria (CAud) e um ROC. A fiscalização da atuação do CA cabe ao próprio órgão. A principal vantagem deste modelo é que quem fiscaliza é quem tem mais informação e mais fácil acesso à mesma (Batista, 2009). A CAud é composta por membros nomeados pela AG, numo mínimo de três administradores não executivos, com remuneração fixa e pelo menos independente. Compete à CAud, entre outras, a fiscalização do CA e propor à AG a nomeação do ROC.



Figura 2: Estrutura tipo do Modelo Anglo-Saxónico

Fonte: Santos et al. (2010, p. 12).

### c. Modelo Dualista

O Modelo Dualista, enquanto modelo de influência *Double Tier*, surge caracterizado pela existência de quatro órgãos, a AG, o CG, o Conselho Executivo (CE) e o ROC.

É um modelo que apresenta uma estrutura intermédia entre a AG e o CE (Direção). Esta estrutura intermédia, cujos membros são nomeados e destituídos pela AG, impõe-se sob a forma de um Conselho Geral que, além de outras funções, deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e, conseqüentemente, dos acionistas a quem esses administradores se encontrem ligados (Silva et al., 2006). A Direção, cujos membros são nomeados pelo Conselho Geral (CGe) ou AG, é o órgão encarregue da gestão da sociedade é constituída por membros executivos.

A principal característica deste modelo é a limitada participação dos acionistas no processo de tomada de decisões da empresa. O poder da AG está limitado às alterações dos estatutos e à nomeação e destituição dos membros do Conselho Geral e de supervisão (Batista, 2009). A Figura 3 que se segue procura ilustrar a estrutura dos órgãos de administração típica do modelo Dualista.

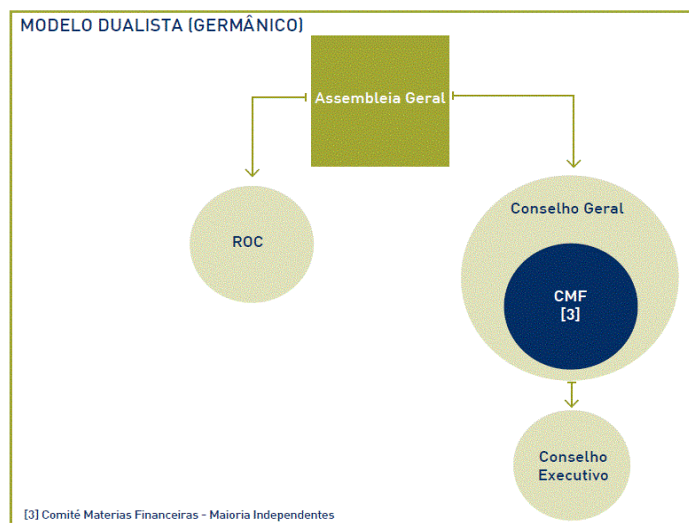


Figura 3: Estrutura tipo do Modelo Dualista

Fonte: Santos et al. (2010, p. 12).

#### 1.1.4. Princípios de *Corporate Governance*

Os sistemas de CG têm evoluído de forma distinta nos diferentes países porque fortemente condicionadas pelas características da envolvente em cada momento. Porém, e não obstante as diferenças, o CG procura estabelecer as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais e fornecer uma estrutura que permita à empresa estabelecer os seus objetivos, a forma de os atingir e como os deve monitorizar (OCDE, 1999). Por sua vez, os

princípios em que se faz assentar também não são estanques mas antes o resultado, em cada momento, de um conjunto de circunstâncias várias mas condicionadas por fatores de natureza histórica, política, sociais económicos ou legais. Na atualidade, muito por causa dos escândalos financeiros que têm assolado as economias mundiais, os mercados e as instituições reconhecem que os princípios de CG, quando aplicados, promovem a confiança, o crescimento económico e a transparência da gestão. Tais princípios têm sido objeto de regulação por parte de várias instituições e países e encontram-se plasmados no Relatório de *Cadbury*, Relatório de *Winter II*, Lei de *Sarbanes-Oxley* e num documento publicado pela OCDE sob a designação de “Princípios de Governo das Sociedades”.

#### **a. Relatório de *Cadbury***

Em 1991 foi criado, no RU, pelo *Financial Reporting Council*, pela Bolsa de Valores de Londres e por profissionais de contabilidade e auditoria, o *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, presidido por *Sir Adrian Cadbury*, que viria a dar nome ao “Relatório *Cadbury*”, publicado em 1992, na sequência de vários escândalos financeiros e outros casos relacionados com as remunerações dos diretores, e cujas principais recomendações propõem a adoção de um Código de Boas Práticas a ser seguido pelas sociedades cotadas (Jones & Pollitt, 2003). De entre as recomendações propostas destacam-se a separação de poderes entre o Presidente da Comissão Executiva/CEO e o Presidente do CA/*Chairman*, na medida em que o desempenho de ambas as funções pelo mesmo indivíduo leva a uma concentração de poder (Jones & Pollitt, 2003), a inclusão de administradores não-executivos, na sua maioria independentes, na composição do CA com o objetivo de trazer independência a lidar com questões como a estratégia, o desempenho, os recursos e os padrões de conduta da empresa (Jordan, 2012), o estabelecimento de um prazo contratual do mandato dos administradores executivos limitado, exceto decisão em contrário dos acionistas, com remunerações objeto de divulgação e sujeitas à recomendação de uma Comissão de Remunerações geridas na sua maioria por diretores não executivos porque, já que os diretores executivos não devem participar nas decisões da sua própria remuneração, e ainda, a introdução do princípio “cumpra ou explique” (“*comply or explain*”), segundo o qual as empresas devem declarar quais as normas que cumprem o “código de boas práticas” e justificar as situações de não-cumprimento (Silva et al., 2006).

#### **b. Relatório de *Winter II***

Na EU a atuação ao nível do tema de CG ganhou dinamismo, a pedido da Comissão Europeia, em 2002, com a publicação do Relatório de *Winter II*, elaborado com o objetivo de estabelecer recomendações sobre um quadro regulamentar moderno no seio do tema de CG e harmonizar os códigos de bom governo desenvolvidos individualmente pela maioria dos Estados-membros. Presidia a estes esforços a necessidade de regular e desenvolver o mercado de valores imobiliários e promover as tecnologias de informação e comunicação de forma a desenvolver padrões e práticas de CG para as empresas da EU. Para o efeito, foram propostas dezasseis

recomendações e a adoção a nível europeu de um conjunto de regras de bom governo a partir de uma seleção de princípios e práticas já consignados em códigos de âmbito nacional. Introduziu, também, o princípio de “cumpra ou explique” (“*comply or explain*”), com base no qual as empresas devem declarar quais as recomendações que cumprem e justificar as situações de não-cumprimento. Veio formular as recomendações para a revitalização das AG, a transparência de atuação dos investidores institucionais, a responsabilidade e remuneração dos administradores, o papel dos administradores independentes e das comissões do CA e, ainda, clarificar o conceito de qualidade da informação financeira (Santos, 2009). Ao nível da política de remunerações veio determinar que esta seja detalhada no relatório financeiro das empresas, quer seja para administradores executivos, não-executivos ou supervisores, apresentada pela Comissão de Remunerações, ser objeto de debate e aprovada pelos acionistas (Silva et al., 2006).

### **c. A Lei de *Sarbanes-Oxley***

Os EUA fizeram aprovar, na sequência de um conjunto de escândalos financeiros que abalaram o mercado de capitais norte-americano, no verão de 2002, a Lei de *Sarbanes-Oxley* (SOX) e que, contrariamente ao que se verificou na EU, onde as medidas são apenas recomendações, tem força de lei.

Recorde-se que, como já tivemos oportunidade de explicitar, o mercado de capitais norte-americano apresenta uma elevada dispersão de capital o que, de forma a garantir a integridade e transparência da informação disponibilizada, justifica a elevada necessidade de proteção dos acionistas relativamente aos órgãos de gestão e administração. Nestes termos, a lei SOX impõe, de entre outras, que o Presidente da Comissão Executiva/CEO e o responsável pela área financeira tenham que certificar, pessoalmente, que os relatórios trimestrais e anuais não contêm falsas informações e que transmitem uma imagem fiel da situação financeira da empresa. A prestação de informações falsas ou incorretas pode ser punida com multa e/ou pena de prisão. Conduziu à criação, pela SEC, do *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), para supervisionar a auditoria às empresas cotadas e, assim, garantir que os serviços de auditoria são prestados com qualidade e independência, nomeadamente através de inspeções e investigações às empresas de auditores. De acordo com Linck, Netter e Yang, (2008) a publicação do SOX resultou num aumento substancial da independência dos CA.

Todas as sociedades devem constituir uma Comissão de Auditoria (CAud) composta por membros independentes com a tarefa de fiscalizar o processo de informação financeira, contabilística e de auditoria. Em conformidade, compete à CAud a nomeação, remuneração e supervisão das tarefas a realizar pelas empresas de auditoria bem como garantir a independência dos mesmos (Clark, 2005). Por sua vez, aos auditores externos compete transmitir à CAud as práticas contabilísticas da empresa bem como, se disso houver necessidade, soluções alternativas a serem tomadas. As empresas de auditoria estão impedidas de prestar aos seus clientes outros serviços para além dos serviços de auditoria. Porém, e ainda

que a SOX tenha contribuído para ajudar a restaurar a confiança dos investidores nos mercados no curto prazo, os custos para as empresas públicas têm sido mais onerosas do que o pretendido e muitas empresas queixam-se de que tanto os custos iniciais de cumprimento como o cumprimento continuado têm um peso exagerado (Primack, 2012).

#### **d. Princípios de *Corporate Governance* da OCDE**

Os Princípios da OCDE sobre CG foram aprovados e publicados em 1999, entretanto revistos em 2004, e respeitam a um conjunto de normas e recomendações, de natureza não obrigatória, para a comunidade internacional. Para Kirkpatrick e Jesover (2005) estes princípios devem ser entendidos como uma ferramenta de referência por todo o mundo. Na verdade, a OCDE considera que há elementos comuns subjacentes a um bom governo das sociedades pelo que os princípios que propõe se baseiam nestes elementos e são formulados de maneira a abranger os diferentes modelos já existentes. Admite, também, que um bom governo contribui para um crescimento sustentável das sociedades mas que há, no entanto, outros fatores que também podem contribuir para o sucesso a longo prazo, como sejam a ética empresarial e a preocupação com as questões ambientais e sociais. Com base nestes pressupostos, elaborou um conjunto de princípios que passamos a apresentar de forma sistematizada (OCDE, 2004):

- i. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do CG, tendo em conta o seu impacto na performance económica e na integridade dos mercados, e criar incentivos para promover mercados transparentes e eficientes. A divisão de responsabilidades pelas diferentes autoridades de supervisão deve ser claramente articulada e assegurar que o interesse público não é posto em causa;
- ii. Os direitos fundamentais dos acionistas e funções fundamentais de exercício desses direitos. Os acionistas têm, entre outros, o direito de obter informações regulares e atempadas sobre a empresa, participar e votar nas reuniões de acionistas, eleger e destituir os membros do órgão de administração e participar na distribuição de lucros da empresa. Os acionistas devem ainda ser informados e participar em mudanças corporativas fundamentais, como por exemplo alterações de estatutos e documentos similares da empresa;
- iii. Tratamento equitativo dos acionistas, incluindo acionistas minoritários e acionistas estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violação dos seus direitos. Os acionistas minoritários devem ser protegidos de ações abusivas, por parte dos acionistas majoritários, e dispor de meios eficazes de reparação de eventuais danos causados. Os impedimentos de votação por parte de acionistas no estrangeiro devem ser eliminados;
- iv. O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no CG, tais como trabalhadores, fornecedores, credores e investidores, e encorajar uma cooperação ativa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis. Quando os direitos dos sujeitos com interesses na sociedade são violados, estes devem ter a



possibilidade efetiva de obter a reparação do dano causado. Os sujeitos com interesse na sociedade, que participam no processo de CG, devem ter acesso a informação relevante e verdadeira de forma regular;

- v. Divulgação de informação e transparência, ou seja, o enquadramento do CG deve assegurar a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que respeita à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da empresa. A divulgação de informação deve incluir, entre outros, os resultados financeiros e operacionais da empresa, os objetivos da empresa, a política de remunerações relativa ao CA e de Gestão, e informação sobre os seus membros, tais como qualificações, processo de seleção;
- vi. Responsabilidade do Órgão de Administração. Os membros dos órgãos de Administração devem atuar de forma informada, de boa-fé e no melhor interesse da empresa e dos seus *shareholders*. São ainda atribuídas ao órgão de Administração outras funções chave, tais como apreciar e orientar a estratégia da empresa, os seus planos de ação, a política de risco, os orçamentos anuais e os planos de negócios, definir objetivos de desempenho, fiscalizar a execução e o desempenho e supervisionar os gastos de capital, aquisições e alienações mais importantes. Deverá, também, alinhar a remuneração dos membros do órgão de Administração com os interesses de longo prazo da empresa e dos seus *shareholders* e monitorizar e gerir potenciais conflitos de interesse entre o órgão de Gestão e os *shareholders*.

### **1.1.5. Limitações dos Sistemas de *Corporate Governance***

Os sistemas de CG têm o seu foco na performance económica das empresas, na informação financeira que preparam e divulgam, no acesso ao capital e na constituição e organização dos seus órgãos de administração (Gregory & Simmelkjaer, 2002). No entanto, os sistemas de CG não apresentam uma forma de testar e identificar em que medida o bom governo das sociedades é alcançado, ou seja, qual a capacidade das organizações para atingirem com eficácia os seus propósitos e protegerem, em simultâneo, os interesses de todas as partes envolvidas e/ou relacionadas com a empresa, incluindo a sociedade em geral (Turnbull, 2011). Várias deficiências na estrutura e no processo de CG levaram ao colapso de muitas instituições, com particular destaque para as do setor financeiro, dando origem à recente crise financeira, por não ter sido dada a devida importância e atenção aos códigos de bom governo (Kumar & Singh, 2013).

Evidências mais ou menos recentes, resultantes dos escândalos financeiros e falências de empresas um pouco por todo o mundo, da América do Norte à Europa, vieram alertar para a falta de eficácia dos mecanismos de CG (Silva et al., 2006; Kumar & Singh, 2013) e puseram a nu algumas das suas limitações, nomeadamente ao nível:

- i. Do mercado de controlo das empresas. A evidência disponível sugere que os *takeovers* têm uma relação fraca com a performance porquanto uma performance fraca tende a aumentar as possibilidades de *takeover* (Morck, Shleifer & Vishny, 1988). Contudo, tem maior possibilidade de *takeover* uma empresa pequena muito lucrativa do que um empresa de grande dimensão pouco lucrativa, onde os *takeovers* tendem a ser mais dispendiosos para o adquirente e os seus gestores que, sabendo disso, tendem a lutar contra este tipo de operações. Ou seja, não raras vezes os gestores tendem a resistir a esse tipo de operações com o objetivo de aumentar o preço final de aquisição, alinhando, nestes casos, os seus interesses com os interesses dos acionistas (Harm, 2000);
- ii. Dos sistemas remuneratórios. Os incentivos dados aos gestores para alinharem os seus interesses com os dos acionistas falharam. Ou seja, mecanismos como a ligação entre os resultados e a remuneração dos gestores, as *stock options* e outros que se permitiam avaliar a performance com base na cotação bolsista não se revelaram tão eficazes como se esperava. Para Harm (2000) o pagamento com base na performance não parece ser suficiente para as *stock options* atingirem os seus objetivos e, de acordo com Wong (2009), alguns dos incentivos baseados na performance apenas contribuíram para aumentar os problemas de agência que se propunham vir resolver ou mitigar. Uma análise à evolução registada desde os anos 30, do século XX, indica que a remuneração dos gestores, em relação ao salário médio de um trabalhador, sempre foi alta e explicada pelo aumento da dimensão das empresas. Porém, Frydman e Saks (2008) argumentam que a explicação para este facto não parece ser simples na medida em que o problema de crescimento da remuneração dos executivos é de há muito um problema económico para vários países, nomeadamente na Europa, onde a remuneração média aumentou a uma taxa anual de cerca de 14% no período 2004-2007, com taxas particularmente elevadas no Reino Unido, França, Alemanha e Suíça (OCDE, 2009);
- iii. Da auditoria, divulgação de informação e controlo externo. A indexação da remuneração à performance parece ter contribuído para a apresentação de informação de menor qualidade porque os gestores, em períodos de cotações sobreavaliadas e projeções de resultados mais elevadas, ou reduzem expectativas e desiludem os analistas, diminuindo a capacidade da empresa para criar valor e a sua própria remuneração, ou alimentam falsas expectativas recorrendo à gestão de resultados, através de práticas contabilísticas enviesadas ou mentindo. Os escândalos financeiros confirmaram as suspeitas de prática de gestão e manipulação de resultados, questionando a independência dos auditores externos, o controlo por estes exercido e a qualidade da informação preparada e divulgada (Silva et al., 2006; Wong, 2009);
- iv. Da independência dos administradores externos. Há uma convicção forte de que os gestores executivos são parte interveniente no processo de escolha dos gestores não executivos, o que limita a sua independência e, conseqüentemente, o poder e a capacidade de fiscalização que deveriam ter (Gomez & Russell, 2005). Yeoh (2010), num estudo que desenvolveu em instituições financeiras durante a crise, aponta para

falhas graves nas normas de transparência e divulgação e levanta questões sobre o papel dos administradores não executivos nas instituições financeiras, concluindo mesmo que o *Bear Sterns* e o *Lehman Brothers* estavam envolvidos na apresentação de informação financeira opaca e na falta de transparência na comunicação com os acionistas. Os seus resultados sugerem, também, que os administradores não executivos das instituições financeiras não têm tempo, conhecimento e experiência suficientes para lidarem com produtos financeiros complexos;

- v. Da influência dos acionistas majoritários. Os grandes acionistas, contrariamente aos pequenos acionistas, têm poder e interesse em influenciar as decisões dos gestores para obterem uma melhor performance. A evidência disponível mostra que o excesso de direitos de voto está relacionado com o mau governo e o potencial de expropriação dos pequenos acionistas (Leech, 2001). Por sua vez, a OCDE (2009) vem afirmar que a participação dos acionistas institucionais tem vindo a aumentar, situação que merece uma maior atenção pelo maior potencial para a existência de conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Outra crítica que é feita aos acionistas e investidores, no rescaldo da mais recente crise do setor financeiro, é a de que estes não estavam suficientemente empenhados e envolvidos na governação das instituições financeiras, de forma a contribuírem para disciplinar a gestão, e que os investidores institucionais se vêm focando excessivamente em recursos e objetivos de curto prazo (Winter, 2011);
- vi. Dos mecanismos de regulação e supervisão. Os escândalos financeiros ocorridos, quer na Europa quer nos EUA, puseram a nu um conjunto de práticas de mau governo e mostraram que mesmo com padrões de regulação e supervisão elevados não é possível garantir a aplicação eficaz de um bom governo societário, ou seja, que os mecanismos de regulação e supervisão falharam porque não conseguem, por si só, uma boa aplicação dos mecanismos de CG (Silva et al., 2006);
- vii. A gestão de risco. Os mais recentes escândalos financeiros mostram também que as falhas ao nível da gestão de risco, particularmente em empresas financeiras, têm importantes implicações no risco sistémico pelo que é uma importante limitação a ter em conta. Na verdade, a crise financeira deixou claro que a gestão de risco precisa ser assumida como um compromisso de toda a empresa e não apenas praticada parcialmente, por determinadas linhas de produto/mercado (OCDE, 2009). Por sua vez, no World Investment Report (2010) é colocado o CG como uma questão central e responsável pela origem da crise financeira, atribuindo às práticas de CG, porque pobres, a culpa ou, pelo menos, uma das causas da crise financeira global desencadeada pelo frágil sistema de gestão de risco de muitas instituições financeiras entretanto falidas.

## 1.2. A Teoria da Agência e a sua relação com o *Corporate Governance*

A relação de agência vem sendo descrita como tendo surgido da ligação entre duas partes, o agente, que atua em nome e representação da outra parte, o principal. Tem implícita uma relação contratual entre ambas (as partes) e no domínio da qual se geram problemas que importa solucionar. Um contrato de agência é, de acordo com Jensen e Meckling (1976), um contrato em que o principal (o acionista) delega o poder e a capacidade de decisão no agente (o administrador) com o objetivo de obter a maximização das suas utilidades. Porém, como o agente e o principal perseguem diferentes interesses, ou pelo menos os interesses de ambos nem sempre são totalmente convergentes, fruto da separação entre a propriedade e o controlo de capital, este objetivo está, na base, comprometido. Por outro lado, os administradores executivos gozam de mais e melhor informação que os acionistas e demais *stakeholders*. Acresce, ainda, que muitas vezes a informação que chega aos *shareholders* é imperfeita e assimétrica, o que faz com que os administradores estejam em melhor posição para tomarem decisões que, não raras vezes, vão ao encontro dos seus interesses e não dos interesses da empresa como um todo. É no âmbito desta conflitualidade que se desenvolve a teoria da agência, impulsionada pela necessidade de dar resposta aos problemas de compensação contratual ou de incentivos entre as partes (Ross, 1973).

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 da análise dos conflitos e dos custos resultantes da propriedade e controlo de capital, e pode, segundo Jensen e Meckling (1976), ser vista como o resultado das muitas relações contratuais existentes dentro de uma empresa e levadas a cabo entre administradores, acionistas, Estado, credores, trabalhadores ou outros. No quadro destas relações os executivos tendem a privilegiar os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas surgindo, assim, os conflitos de agência entre o órgão de gestão e os acionistas e demais *stakeholders*. Estes conflitos são explicados no âmbito da teoria da agência e surgem habitualmente como um dos problemas centrais dos modelos de CG.

Becht, Bolton e Röell (2005) estabelecem o CG como uma estrutura que envolve um agente, o CEO da empresa, e vários principais, acionistas, credores, fornecedores, clientes e outros com quem o CEO estabelece negócios em nome da empresa. Nesta circunstância, a OCDE (2004) veio propor um conjunto de princípios de CG como que em resposta aos problemas de agência, decorrentes da separação entre a propriedade e o controlo, e que resultam de uma multiplicidade de fatores que afetam as decisões dos gestores e que põem em causa o sucesso das empresas no longo prazo. Estes princípios indicam, de entre outros, que a remuneração dos executivos deve estar alinhada com os interesses de longo prazo da empresa e com os interesses dos acionistas. Por sua vez, Basileia, na sua Declaração de Princípios (BIS, 2006), vem defender que os sistemas de compensação dos executivos devem conter incentivos apropriados e alinhados com níveis de risco, ou seja, em consonância com os objetivos de longo prazo mas

também, e fundamentalmente, com a solidez financeira dos bancos porque os tempos e as circunstâncias mudam. Enquanto nos anos 70, do século XX, os incentivos de remuneração eram vistos como um mecanismo de atração de executivos talentosos, após meados dos anos 80 estes mesmos incentivos passaram a ser vistos como um mecanismo para alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas (Zajac & Westphal, 2004).

### **1.2.1. Fundamentos da Teoria da Agência**

Jensen e Meckling (1976) sustentam que a teoria da agência tem na sua génese as relações de agência e os custos de agência, que resultam da soma dos custos de fiscalização do “principal”, dos custos de ligação ao “agente” e das perdas residuais e que, na perspetiva de Ali (2014), podem ser identificados a partir de dois tipos de conflitos de agência, os que se situam a um primeiro nível e que se desenvolvem com base na relação entre gestores e *stakeholders* e os que se colocam a um segundo nível porque se geram entre acionistas majoritários e minoritários. Estes últimos tendam a ser mais comuns em economias onde se verifica uma maior concentração de capital e onde as leis não protegem os acionistas minoritários (La Porta et al., 2000).

Estes conflitos acontecem, por exemplo, quando os acionistas, juntamente com os administradores, assumem riscos muito maiores do que os que são antecipados pelos credores e, quando bem-sucedidos, todos os benefícios irão para os acionistas porque os credores obtêm um retorno fixo. Porém, quando assim não acontece, ou seja, quando são mal sucedidos, os credores são chamados a partilhar as perdas com os detentores do capital (Arruda, Madruga & Junior, 2008). Por sua vez, os executivos podem levar a cabo alterações e adulterações de resultados com o objetivo de irem ao encontro das expectativas de resultados dos acionistas e, desta forma, obterem uma avaliação positiva e verem renovados os seus contratos ou mandatos (Zimmerman, 1997).

Ainda que os principais conflitos sejam entre acionistas e administradores e entre acionistas e credores (Weston & Brigham, 2004), não raras vezes acontece que os acionistas minoritários se sentem ignorados pelo grupo de acionistas que detém a maioria dos direitos de voto e/ou expropriados dos seus lucros (La Porta et al., 2000). Num contexto de concentração do capital da empresa os conflitos de agência são entre acionistas majoritários e minoritários, o denominado problema de agência principal-principal (Fan & Wong, 2005). O facto dos acionistas majoritários estarem mais próximos da gestão permite-lhes obter informação privada que os acionistas minoritários não possuem (Johnson, La Porta, Silanes & Shleifer, 2000).

Para além dos desacordos entre acionistas há os conflitos de interesses entre administradores e acionistas porque nem sempre os primeiros agem em defesa dos interesses dos segundos (Weston & Brigham, 2004). A estes junta-se o conflito entre os acionistas e os credores, resultante do facto dos credores emprestarem recursos à empresa com taxas baseadas no risco dos ativos existentes, na expectativa do risco de futuras adições e nas expectativas relacionadas

com as mudanças da estrutura de capital. Porém, os riscos que são antecipados pelos credores e que suportam estas expectativas são alterados pelos administradores e acionistas. Daqui advêm conflitos de partilha de risco, antecipada por Eisenhard (1989) como um dos principais problemas de agência, e que acontece quando existem diferentes atitudes face ao risco por parte do agente e do principal.

O risco moral, medido com base nos fluxos de informação, já havia sido referido por Ross (1973) como um dos fatores fundamentais da teoria de agência e que Arrow (1968) e Eisenhardt (1989) acreditam estar relacionado com a combinação da ação de ocultar informação, na relação contratual entre o agente e o principal, e com o comportamento oportunista que é levado a cabo pelo agente tendo em conta a informação privilegiada de que normalmente dispõe face ao principal. A capacidade do principal para encontrar soluções que possam reduzir as assimetrias de informação com uma monitorização mais precisa, bem como o estabelecimento de incentivos e regras para que seja reduzido ou limitado o comportamento indesejado ou o risco moral do agente, influenciam os custos de agência (Brickley, Coles & Terry, 1994; Gomez-Meija, Wiseman & Dykes, 2005). Aliás, esta não é uma preocupação recente. Os problemas provocados pela existência de assimetria de informação foram identificados nos anos 30 do século XX e decorrem da separação da propriedade e do controlo, que se pode traduzir ou conduzir a uma situação de divergências significativas entre os interesses dos acionistas e dos gestores (Berle & Means, 1932). Não obstante, Jensen e Smith (1985) defendem que os problemas que se geram na gestão das organizações e com implicações ao nível das relações de agência ou potencialmente geradores de conflitos de agência têm origem no esforço de cada agente, no diferencial de exposição ao risco e/ou no diferencial de horizonte temporal. Por sua vez, é sobejamente sabido, porque amplamente discutido, que os principais fatores que influenciam a maximização da utilidade entre os gestores e os acionistas, e que por sua vez originam os custos de agência, são a facilidade com que os gestores podem exercer as suas próprias preferências em detrimento da maximização da utilidade do processo de decisão, os custos com a medição e avaliação do desempenho do gestor, a concorrência de outros potenciais gestores, os custos de substituição do próprio gestor e o mercado de capitais (Jensen & Meckling, 1976).

A teoria tem vindo a apresentar mecanismos capazes de permitirem solucionar ou minimizar estes conflitos, ainda que os acontecimentos recentes nos mostrem que não o têm conseguido ou, pelo menos, que não têm sido completamente bem-sucedidos. Para Zimmerman (1997) a resolução dos problemas de agência entre administradores e acionistas passaria pela maximização do valor das ações, pela política de dividendos, de recompensa dos executivos e da implementação de um processo de auditoria. Porém, a implementação destas ações não tem mostrado o resultado esperado. Gibbons e Murphy (1989) afirmam que as recompensas dos CEO's estão negativamente relacionadas com a indústria e o desempenho no mercado, ainda que positivamente relacionadas com o desempenho da empresa. Por sua vez, Weston e Brigham (2004) apontam a ameaça de demissão ou a compensação financeira como dois mecanismos a utilizar para que os administradores atuem de acordo com os interesses dos acionistas. Mas

também aqui os resultados não se têm mostrado muito positivos porque os gestores, para verem atingidos os seus objetivos, nomeadamente de renovação dos seus mandatos, tendem a privilegiar medidas de curto prazo que, como é sobejamente sabido, os beneficiam mais a eles que aos demais *stakeholders*.

### **1.2.2. Implicações e consequências dos problemas de Agência**

Numa economia globalizada e competitiva e com empresas de capital aberto e muito disperso, não é garantido que as equipas de gestão prossigam permanentemente os interesses das empresas, havendo antes razões para se pensar que em múltiplas situações os gestores procuram em primeiro lugar maximizar o seu bem-estar em vez de procurarem atingir os objetivos da empresa e dos seus acionistas. O exemplo mais flagrante da divergência de interesses entre acionistas e gestores pode ser demonstrado pelas situações em que os gestores, em opções de risco, partilhem dos benefícios em caso de sucesso, mas não compartilhem dos custos em caso de insucesso. Aliás, este é um dos exemplos mais flagrantes. A competição nos mercados, quer seja no mercado de bens e serviços, no mercado de capitais ou no mercado de trabalho dos gestores não resolve o problema deste conflito de interesses. As diversas fontes empíricas disponíveis tem-se encarregado de, ao longo das últimas décadas, procurar evidenciar que os custos de agência são uma realidade não negligenciável e que as práticas de expropriação dos acionistas pelos gestores são uma possibilidade não meramente teórica. Os custos de agência originam prejuízo do bem-estar dos acionistas, mas têm também consequências para a economia. A este respeito Ross (1973) concluiu que a solução para resolver o problema de agência não é “*Pareto eficiente*”, ou seja, para melhorarmos a utilidade do principal pioramos a do agente e vice-versa. Por sua vez, Jensen e Meckling (1976) defendem que os custos de agência são tão reais como qualquer outro custo e são diferentes de zero porque existem, por exemplo, custos associados à separação entre propriedade e controlo das empresas, o que explica que a relação de agência é não-ótima e ineficiente. Por sua vez, Jensen e Murphy (1990) vêm alertar para um outro facto não menos importante, o das distorções remuneratórias. Trata-se da pressão da imprensa, dos sindicatos e das influências políticas que levam a que os gestores não obtenham bónus em períodos de boa performance económica e que não sejam também penalizados em períodos de fraca performance. No longo prazo esta situação conduzirá a um aumento da aversão ao risco e a uma erosão da relação entre performance e pagamento dos gestores. Ross (1973) e Jensen e Meckling (1976) mostram, ainda, que os custos de agência dependem do grau de separação entre propriedade e controlo e da eficácia das medidas que se destinam a reduzi-los. A este respeito, permitiram-se enumerar um conjunto de fatores capazes de poderem influenciar a magnitude dos custos de agência, de que são exemplo o formato das curvas de indiferença dos gestores, a facilidade com que podem exercer as suas preferências, os custos específicos de monitorização, o nível de competição no mercado de trabalho e o mercado de controlo corporativo. Com efeito, a existência destes problemas tem repercussões no mercado de capitais, seja ao nível do custo de capital, seja ao nível da disponibilidade dos investidores para continuarem a financiar as empresas. O mercado de capitais, ao ser uma fonte

de financiamento, de crescimento e de desenvolvimento económico, necessita que os investidores sejam protegidos e não expropriados das suas poupanças, principalmente nas empresas com capital disperso. A existência de mecanismos de fiscalização assume uma importância significativa, mas a sua eficácia, efetiva e reconhecida, depende da confiança dos investidores, pelo que o custo e a disponibilidade do capital, com os inerentes reflexos na possibilidade de concretização de determinados projetos de investimento e na dinâmica da atividade económica no seu todo, está deles dependente (Silva et al., 2006).

Os acionistas maioritários, na ânsia de beneficiarem da sua posição de *insiders*, tentam eles próprios a extrair benefícios privados e expropriar os acionistas minoritários. Neste particular, o aumento da credibilidade da informação financeira disponibilizada e o incremento da eficácia das fiscalizações, aumentam o compromisso dos acionistas minoritários com a empresa (Ghoul, Guedhami, Lennox & Pittman, 2007) e evitam que se reduza o preço que os acionistas minoritários estão dispostos a pagar pelas ações das empresas (Dyck & Zingales, 2004).

O exercício de gestão levado a cabo está relacionado com o modelo de CG seguido que, por sua vez, influencia o desempenho da empresa. É sabido que os modelos continentais se caracterizam pela maior concentração de capital, o que permite aos acionistas maioritários um maior poder de influenciar, quer a gestão quer o processo de tomada de decisões. Por sua vez, como o poder está nas mãos de um número reduzido de acionistas, são estes quem vai procurar definir as estratégias da empresa, quer em termos de dimensão, de investimentos ou outras, e sempre numa perspetiva de longo prazo e de forma a satisfazerem as suas pretensões. Porém, este facto não tem que ser necessariamente mau para os acionistas minoritários e demais *stakeholders*. Jensen e Meckling (1976) defendem que quando os acionistas têm poder sobre a gestão, o investimento tende a ser maior e melhor porque no caso de não se atingirem os objetivos propostos os custos desse mau investimento serão divididos por todos os acionistas e não apenas pelos que influenciaram a decisão de investir. Por sua vez, Shleifer e Vishny (1997) defendem que a proteção legal que a maioria dos países dá aos acionistas é, em si mesma, uma forma de minimizar os custos de agência. Porém, Bebchuk (1999) e La Porta et al. (1999) afirmam que a existência de grandes acionistas, com influência no processo de tomada de decisão, também tende a minimizar os conflitos e os custos de agência e que em países com baixa proteção legal dos acionistas a existência de um acionista com poder de controlo pode permitir, ou permite mesmo, sinalizar os investidores externos, ou seja, dar sinais ao mercado do comprometimento com os objetivos de longo prazo da empresa e permitir alinhar os interesses dos acionistas com poder com os interesses dos acionistas minoritários e com os dos gestores.

Por sua vez, se tivermos em conta que muitas vezes o gestor de uma empresa é também ele acionista, importa perceber de que forma esta relação influencia a performance de uma empresa e quem sai beneficiado com isso. Sun e Li (2014) defendem que o aumento de capital detido pelo gestor conduz a um aumento no desempenho da empresa de uma forma não linear. Ou seja, as empresas com um nível intermediário de propriedade detido pelos gestores têm significativas melhorias ao nível do seu desempenho comparativamente aquelas em que o efeito



é pequeno, ou seja, em empresas com muito baixa ou muito alta participação na propriedade por parte dos gestores. Por sua vez, Bhagat e Bolton (2008) apontam para a existência de uma relação consistente e positiva entre diretores com participação no capital e a performance empresarial e que tal facto pode estar relacionado com as práticas de CG. Sun e Li (2014) chegaram à conclusão de que empresas com fracos graus de acolhimento de CG aumentaram os seus lucros de forma significativa, mas que isto aconteceu no curto prazo porque os seus gestores agiram de forma a satisfazer os seus objetivos de lucro imediato, pondo muitas vezes em causa a sobrevivência das empresas no longo prazo. Considerando o número de diretores independentes de uma empresa e a sua relação com a performance, há empresas com maior número de diretores independentes que não apresentam melhor performance, ou seja, o número de diretores independentes e a performance não estão diretamente relacionados, e empresas com fraca performance que têm tendência para aumentar o número de diretores independentes, sem que isso se traduza em melhorias significativas ao nível da sua performance e desempenho (Bhagat & Black 2002).

### **1.2.3. Corporate Governance e conflitos de Agência em Portugal**

De forma a procurar solucionar ou mitigar os conflitos de agência em Portugal, a CMVM disponibilizou um conjunto de recomendações que fez publicar sob a forma de Código de Governo das Sociedades (CGS), cuja última versão respeita a 2013, e a que se juntou o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) com a publicação, a partir de 2014, também sob a forma código, de um instrumento com semelhante objetivo, a promoção das boas práticas de CG em resposta ao apelo de empresas nacionais e de uma vasta comunidade de interessados nestas matérias (de CG). São instrumentos que visam a promoção das boas práticas de CG e, nesse sentido, tem como destinatários as sociedades abertas, particularmente as emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e obrigadas, nos termos dos regulamentos da CMVM, a adotarem um código de CG. De referir, porém, que o CGS do IPCG, ainda que tendo surgido como uma alternativa ao da CMVM, é um instrumento de aplicação voluntária. Este código de boas práticas, o primeiro a ser apresentado pela sociedade civil, compreende um conjunto de recomendações ao nível da independência e defesa dos acionistas minoritários.

Neste particular, e de entre outras preocupações, o CGS da CMVM manifesta-se particularmente preocupado com a necessidade de assegurar uma maior transparência e prevenção de conflitos de interesses e, nessa circunstância, procurar, por via regulatória e recomendatória, corrigir as assimetrias de informação existentes entre administradores e acionistas, melhorar o regime regulamentar e recomendatório, fornecer maior autonomia e flexibilidade na escolha de boas práticas de CG e melhorar e simplificar os procedimentos de supervisão. Em suma, procura a promoção da transparência, a maior proteção dos acionistas, a prevenção e divulgação de conflitos de interesse, bem como a promoção da eficiência nos mercados financeiros ao mesmo tempo que permite maior flexibilidade às sociedades cotadas na definição das suas melhores

práticas governativas. As recomendações da CMVM surgem sob a forma de capítulos, num conjunto de seis, de que destacamos as que a seguir se enunciam (CMVM, 2013):

- i. As sociedades devem incentivar os seus acionistas a participar e a votar nas assembleias gerais e não devem fixar um número excessivamente elevado de ações necessárias para ter direito a um voto. Devem também implementar os meios para o exercício do direito de voto por correspondência e por via eletrónica;
- ii. O CA deve delegar a administração quotidiana da sociedade, não devem no entanto ser delegadas as competências de definição das estratégias e políticas gerais da empresa, a definição da estrutura empresarial do grupo e outras decisões estratégicas que pelo seu risco e montante são fundamentais para a empresa. O CA deve incluir um número de membros não executivos que garanta efetiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da atividade dos restantes membros do órgão de administração. Ao órgão de fiscalização compete propor a respetiva remuneração e zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços;
- iii. Todos os membros da Comissão de Remunerações ou equivalente devem ser independentes, relativamente aos membros executivos do órgão de administração, e incluir pelo menos um membro com conhecimento e experiência em matérias de política de remuneração;
- iv. A remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo. A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes;
- v. O auditor externo deve verificar a aplicação das políticas e sistemas de remuneração dos órgãos sociais, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar quaisquer deficiências ao órgão de fiscalização da sociedade;
- vi. As sociedades devem proporcionar, através do seu sítio na Internet, em português e inglês, acesso a informações que permitam o conhecimento suficiente sobre a evolução da sociedade e a sua realidade atual em termos económicos, financeiros e de governo. Devem, ainda, assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor e um contacto permanente com o mercado, capaz de responder às solicitações dos investidores em tempo útil e, ainda, manter e disponibilizar o devido registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe for dado.

Por sua vez, o CGS apresentado pelo IPCG (2014), apresenta também as suas recomendações sob a forma de sete capítulos e de que nos permitimos destacar:

- i. As sociedades devem assegurar de forma adequada e rigorosa a atempada divulgação de informação aos acionistas, aos investidores, aos analistas financeiros e ao mercado em geral. De entre outras, devem divulgar a remuneração do Presidente da Mesa, que deve constar do relatório de governo da sociedade, e a convocatória, propostas de

- deliberação antecipadamente apresentadas e respetiva justificação, que devem constar no sítio da sociedade na internet;
- ii. Se o Presidente do órgão de administração exercer funções executivas, a coordenação do exercício das funções dos não executivos deve ficar a cargo de um administrador independente. O número de membros não executivos do órgão de administração, bem como o número de membros do órgão de fiscalização e o número de membros da comissão para as matérias financeiras devem ser adequados à dimensão da sociedade e à complexidade dos riscos inerentes à sua atividade;
  - iii. Um órgão ou comissão deve proceder à avaliação anual do desempenho do órgão de administração executiva, tendo em conta o cumprimento da estratégia da sociedade, o desempenho do órgão de administração na gestão de riscos e a relação deste com o órgão de fiscalização;
  - iv. Quanto às remunerações, a sua fixação deve competir a uma comissão e os seus membros devem ser na maioria independentes. A comissão de remunerações deve aprovar, no início de cada mandato, e para cada ano, a política de remuneração dos membros dos órgãos e comissões da sociedade,
  - v. A gestão de risco pelo órgão de administração deve ser debatida e aprovada aquando do plano estratégico e da definição da política de risco da sociedade, que deve incluir a definição dos níveis de risco considerados aceitáveis;
  - vi. O órgão de fiscalização deve garantir que o órgão de administração tenha em prática um processo de preparação e de divulgação de informação financeira adequados, bem como definir os critérios e os processos de seleção do auditor externo de forma a garantir a independência deste último.

Das quarenta e três sociedades de direito nacional com ações cotadas na *Euronext Lisbon*<sup>1</sup> no ano de 2013, trinta e uma seguem o Modelo Latino Monista Simples, onze o Modelo Anglo-saxónico e apenas uma o Modelo Dualista. Tendo em conta que o modelo mais seguido em Portugal é de corrente ou influência continental (*civil law*) e sabendo que as sociedades cotadas em Portugal são detidas maioritariamente por investidores qualificados, a existência de conflitos de agência tenderá a ser uma realidade não negligenciável. E tanto assim quanto a realidade nos mostra que os órgãos de administração são compostos maioritariamente por membros não executivos e que em vinte e quatro das sociedades cotadas, no ano de 2011, o exercício dos direitos de voto era assegurado por apenas uma pessoa, física ou jurídica, que controlava pelo menos 50% dos seus direitos de voto (CMVM, 2014).

A teoria da agência pressupõe que os administradores não executivos disponham de livre acesso a toda a informação necessária para desempenharem o seu papel de supervisão e fiscalização. Contudo, a informação tem custos e é, por natureza, incompleta. Por sua vez, os administradores não executivos podem não ter conhecimentos técnicos para analisar a informação disponibilizada assim como podem também não tomar todas as diligências ao seu alcance para

---

<sup>1</sup> Não são consideradas as sociedades anónimas desportivas (S.A.D.) admitidas à negociação na *Euronext Lisbon*.

obterem essa mesma informação. Recorde-se que a CMVM recomenda a existência de um mínimo de 1/4 de administradores independentes no total de membros do órgão de administração, de forma a garantir que os membros não executivos (independentes e não independentes) tenham uma efetiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da atividade dos membros executivos. Porém, e ainda que adotada em termos médios pelas sociedades cotadas, esta recomendação não é adotada por todos. Ainda que os administradores independentes tendam a apresentar um peso relativo de cerca de 30% nos CA (CMVM 2014) a CMVM (2013) vem afirmar que em dezassete das sociedades cotadas nenhum dos seus membros não executivos pode ser considerado independente e a representatividade de membros independentes nos membros não executivos só é significativa nas sociedades do PSI20 (48%), nas do setor financeiro (41%) e nas que adotam o modelo Anglo-Saxónico (42%).

Quanto aos conflitos de agência entre acionistas e gestores, os acionistas com capacidade de influência junto da gestão podem obter tratamento preferencial na distribuição dos lucros (Abreu 2007). Esta tende a ser uma prática reiterada porque os acionistas com poder de influência beneficiam de tratamento preferência, seja através do desvio de ativos, de preços de transferência, por meio de estratégias de investimento que lhes proporcionem benefícios pessoais e/ou o controlo na empresa ou inclusive roubo (La Porta et al., 2000). No mercado bolsista português, onde as empresas portuguesas cotadas são caracterizadas por terem gestores que vêm das famílias que controlam grande parte do capital, os custos de agência entre gestão e acionistas majoritários não são muito relevantes, pelo que a expropriação dos acionistas minoritários tenderá a ocorrer de forma mais frequente (Abreu, 2007). No que diz respeito às questões de remuneração, a componente de compensação variável nas remunerações dos executivos representa 26% do total (CMVM 2013), em linha com as orientações da corrente continental e, particularmente, do modelo Latino Monista, predominante em Portugal.

## **II – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO**

---

## 2.1. Objetivo do estudo e hipóteses de investigação

Embora tenha tido particular desenvolvimento nas últimas décadas, há muitos anos que os problemas de agência vêm sendo estudados e alvo de particular interesse por parte dos investigadores. Ainda que tenham sido Jensen e Meckling (1976) quem definiu claramente a problemática em que se desenvolve e assenta a relação de agência, já Berle e Means (1932) e também Smith (1775) alertavam para a possível existência de divergências entre proprietários e gestores das empresas. Muitas das recomendações hoje aplicadas pela CMVM e por todas as instituições que se dedicam à criação e atualização dos códigos de CG têm em conta nas suas recomendações ou imposições os problemas e os custos causados pela teoria da agência.

Portugal, ao surgir caracterizado no grupo dos países onde o tecido empresarial é maioritariamente formado por empresas de pequena e média dimensão, com elevada concentração do capital e onde a propriedade e a gestão tendem, também, a apresentar-se muito concentradas, os acionistas maioritários possuem em média 85% das ações e é potencialmente um país onde os conflitos de interesses entre acionistas maioritários e minoritários tendem a ser uma realidade (Mota, 2003). Tal como já foi referido para Jensen e Meckling (1976), os custos de agência surgem em qualquer relação que envolva esforços de cooperação entre duas ou mais partes. De forma a responder a este conflito e tentar evitar a expropriação da riqueza dos acionistas pelos gestores torna-se necessário adotar um conjunto de práticas de CG (Almeida, Almeida & Ness, 2002).

Será, pois, no âmbito desta problemática que se desenvolve este trabalho, mais concretamente com o objetivo de procurar identificar a relação existente entre as principais características do modelo de CG dominante em Portugal e o desempenho empresarial, com especial enfoque nos conflitos de agência. Centrado no modelo de CG dominante nas empresas portuguesas e nas suas principais características, procurar-se-á não só discutir a sua influência na *performance* empresarial, com particular incidência no âmbito dos principais conflitos de agência, como também, e fundamentalmente, procurar perceber como podem as características dos modelos de CG e, dentro destas, a política de remunerações dos membros do conselho de administração (CA), interferir ou ser utilizadas para ver reduzidos estes problemas e maximizar a utilidade de ambas as partes (principal e agente).

De referir que a opção pela característica “política de remunerações do CA” se prende com o facto de os membros do CA, enquanto parte integrante e muito importante no desempenho da empresa, justificarem o estabelecimento de uma relação entre o seu desempenho e o desempenho da respetiva empresa (Machado, 2015) e, nesta dimensão, a forma como os membros do CA são remunerados vem despertando particular interesse, quer por parte de investigadores quer de instituições internacionais, nomeadamente da EU, levando à publicação, em 2002, do Relatório de *Winter II*, que não só faz recomendações sobre a remuneração dos administradores como estimula a criação de comissões de remunerações. Por sua vez, as melhores decisões de gestão podem ser alcançadas mediante maiores remunerações, ou seja, as empresas que melhor remuneram os seus gestores devem apresentar melhor desempenho

do que as empresas que apresentam menores níveis de remuneração dos seus gestores (Stammerjohan, 2004), ainda que não haja consenso a este respeito. Por exemplo, Nascimento (2009), num estudo da relação remuneração, desempenho e dimensão empresarial tenha concluído que a remuneração não está diretamente dependente do desempenho da empresa.

Para dar resposta ao objetivo do estudo foi selecionado um conjunto de empresas portuguesas para, com base nelas, se identificar o modelo de CG maioritariamente utilizado e perceber em que medida as suas características afetam os conflitos de agência que se geram e qual a sua influência ao nível da *performance* empresarial. Adicionalmente, procurar-se-á perceber que tipo de associação se estabelece entre os indicadores de *performance* e o modelo de CG adotado, Anglo-saxónico ou Latino/Monista, bem como entre os indicadores de *performance* e o tipo de remuneração, fixa ou variável. Para o efeito, fixaram-se as seguintes hipóteses de investigação (HI):

HI<sub>1</sub>: Existem diferenças entre os modelos de *Corporate Governance* (Anglo-Saxónico e Latino/Monista) relativamente aos indicadores de *performance* empresarial;

HI<sub>2</sub>: Existem diferenças por tipo de remuneração (fixa e variável) relativamente aos indicadores de *performance* empresarial;

HI<sub>3</sub>: Existe uma associação positiva entre os modelos de *Corporate Governance* e os indicadores de *performance* empresarial;

HI<sub>4</sub>: Existe uma associação positiva entre o tipo de remuneração e os indicadores de *performance* empresarial;

HI<sub>5</sub>: Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a adoção do Modelo de *Corporate Governance*;

HI<sub>6</sub>: Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a forma de remuneração.

## 2.2. Recolha de Informação

O estudo a desenvolver seguirá uma metodologia de natureza qualitativa, suportado num conjunto de informação qualitativa, características dos modelos de CG de empresas a selecionar para o efeito, e quantitativa, indicadores de *performance* empresarial. Para a recolha dos dados foram utilizados os respetivos Relatórios e Contas, nomeadamente a informação constante do Relatório de Gestão, Balanço, Demonstração dos Resultados e respetivos Relatório sobre CG. Dispõe-se ainda de uma fonte de informação privilegiada, publicada pela CMVM, o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas.

Os anos em estudo serão os anos de 2011, 2012 e 2013, uma vez que se tratam dos anos para os quais estão disponíveis todos os relatórios e contas e respetivos relatórios de CG. Foram consideradas 42 sociedades de direito nacional com ações cotadas na *Euronext Lisbon*.

### 2.3. Descrição das variáveis em análise

Tendo em conta as recomendações da CMVM para as empresas cotadas levanta-se a questão de perceber em que medida os conflitos de agência afetam estas mesmas empresas e de que forma as recomendações da CMVM têm contribuído, ou não, para a diminuição desses conflitos. Tendo em conta que o modelo de CG maioritariamente seguido nas empresas cotadas portuguesas é o Modelo Latino e que, de acordo com o mesmo, o sistema legal se encontra dominado por grupos de acionistas fortes e controladores, há um elevado potencial para a existência de conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários e, conseqüentemente, para a existência dos respetivos custos de agência. Ou seja, os custos derivados desta situação espera-se que sejam potencialmente elevados (Batista, 2009).

Nestes termos, as variáveis dependentes a considerar vão derivar de características, como sejam o modelo de CG adotado e a política de remunerações. É que a política de remunerações, nas suas componentes fixa e variável, pode influenciar o desempenho dos gestores e o seu comprometimento com os objetivos dos acionistas (Stammerjohan, 2004), bem como a escolha do modelo de CG mais adequado para cada empresa ou mercado.

No que respeita à definição ou escolha das variáveis independentes, os indicadores de desempenho ou de *performance* empresarial a considerar será no seu conjunto e não individualmente para não se comprometer a sua validade. Ou seja, utilizando o ROE como exemplo e tendo em conta que, tal como concluiu Luís (2012), a estrutura empresarial passou de um sistema em que dominavam os ativos fixos tangíveis para um paradigma em que o capital intelectual pode ser um fator muito mais relevante, o ROE, considerado individualmente, compromete a sua validade. Assim, consideraram-se, para além do ROA, o ROE, o nível ou grau de concentração acionista, enquanto fator capaz de influenciar os conflitos de agência, a cotação bolsista e os resultados da empresa, enquanto variáveis que podem originar também custos de agência porque, tal como já se teve oportunidade de referir, os resultados e as cotações bolsistas, quando enviesados, podem originar pagamentos excessivos aos administradores, pelo menos no curto prazo, sempre que as remunerações se fazem depender dos resultados da empresa. A rentabilidade, quer da empresa quer dos seus capitais próprios, o crescimento, bem como o nível de endividamento da empresa (solvabilidade e autonomia financeira), serão também variáveis dependentes a ter em atenção porque qualquer uma delas é passível de proporcionar orientações sobre a existência de custos de agência. Serão consideradas também a dimensão do CA bem como a independência dos seus membros na medida em que ambas podem influenciar a transparência da relação entre acionistas e administradores. Passa-se a descrever cada uma destas variáveis, a utilizar como indicadores para medir a *performance* empresarial:

- i. Cotação Bolsista. A cotação bolsista de uma empresa é representada pela cotação dos seus títulos, que corresponde ao preço pelo qual este pode ser transacionado em bolsa



num determinado momento. Trata-se de um preço que varia de acordo com a procura e a oferta e que, neste estudo, surge expresso em euros;

- ii. Concentração Acionista. Segundo Ahmed (2009) corresponde à concentração de capital e é assumida como um mecanismo de controlo interno porque serve como uma forma positiva de monitorização que reduz os conflitos de agência. Nesta circunstância, o nível de concentração da propriedade das empresas pode ter implicações importantes para a conduta dos gestores, o que os leva a agir no melhor interesse do principal. Para Hastori, Siregar, Sembel e Maulana (2015) quanto maior a concentração de capital maior o interesse dos acionistas em monitorizar o comportamento dos gestores. Por sua vez, e de acordo com Jensen e Meckling (1976), existem alguns custos associados à gestão que resultam do facto dos interesses dos acionistas maioritários poderem não estar alinhados com os interesses dos acionistas minoritários, o que leva a custos de agência entre acionistas maioritários e minoritários. A concentração acionista será calculada com base no *Herfindahl-Hirschman Index (H)*, da seguinte forma:

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

Onde:

$H_i$  - Índice de *Herfindahl-Hirschman* para a empresa  $i$

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

O índice varia entre 0 e 1 e quanto mais próximo estiver de 1 maior é a concentração acionista. Pelo contrário, quanto mais próximo o índice estiver de 0 menor será a concentração acionista (Sarmiento & Nunes 2013);

- iii. *Return on Equity (ROE)*. De acordo com Batista (2009) este indicador traduz o lucro que a empresa gerou com o capital dos acionistas, o que equivale por dizer que quanto mais elevado for o *ROE* maior será a riqueza para o acionista. Para Moussu e Romec (2013), o *ROE* permite perceber em que medida estão a ser seguidas estratégias de assunção de riscos excessivos, ainda que valores elevados de *ROE* assinalem maiores rendimentos e maior criação de valor mas não, necessariamente, mais altos níveis de risco. O *ROE* será calculado como se segue:

$$ROE_i = \frac{RL_i}{CapitalizaçãoBolsista_i} \quad [2]$$

Onde:

$RL_i$  - Resultado Líquido da Empresa  $i$

- iv. Capitalização Bolsista. Dada pelo número de ações da empresa ( $i$ ) a multiplicar pela sua cotação ( $i$ ) num dado momento;
- v. Taxa de crescimento do Volume de Negócios. Utilizado como medida de crescimento da empresa, é constituído pela taxa de crescimento médio das transmissões de bens e

prestações de serviços efetuadas por uma empresa, num determinado período e vem dada pela seguinte fórmula (Batista 2009):

$$V_t^i = \frac{Vn_t^i - Vn_{t-1}^i}{Vn_{t-1}^i} \quad [3]$$

Onde:

$V_t^i$  – Taxa de crescimento da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$Vn_t^i$  – Volume de negócios da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$Vn_{t-1}^i$  – Volume de negócios da empresa  $i$  no período  $t-1$ .

- vi. Autonomia Financeira e Solvabilidade. Estes indicadores analisam a capacidade financeira da empresa para resolver os seus compromissos de longo prazo (Oliveira, 2014). Resultam, respetivamente, das seguintes fórmulas:

$$\text{Autonomia Financeira}_i = \frac{\text{Capitais Próprios}_i}{\text{Ativo Líquido}_i} \quad [4]$$

Variando entre 0 e 1, determina a independência/dependência da empresa relativamente a capitais alheios. Valores próximos de 0 indicam grande dependência em relação aos credores enquanto valores próximos de 1 indicam que a empresa é pouco dependente de capitais alheios;

$$\text{Solvabilidade}_i = \frac{\text{Capitais Próprios}_i}{\text{Passivo}_i} \quad [5]$$

A solvabilidade de uma instituição será tanto maior quanto maior for o valor deste rácio. Um valor muito baixo pode indicar uma fraca viabilidade da empresa no futuro, pois significa uma elevada fragilidade económico-financeira.

- vii. Dimensão do Conselho de Administração e Independência. Dada pelo número de membros do Conselho de Administração e pelo número de membros independentes. Estes valores foram retirados diretamente dos relatórios de CG das empresas da nossa amostra para os anos em análise.

## 2.4. Tratamento dos Dados

No presente ponto pretende-se explicar qual o tratamento a ser utilizado para dar resposta às hipóteses de investigação.

No sentido de caracterizar a amostra, optou-se por produzir tabelas de frequências, representações gráficas e o cálculo de medidas de tendência central e de dispersão.

Para dar resposta às hipóteses de investigação, pretende-se efetuar uma análise inferencial onde se vai utilizar o teste paramétrico *t-Student* para duas amostras independentes no sentido de se verificar a existência de diferenças entre o tipo de remuneração e as variáveis de *performance*, bem como entre o modelo de CG adotado pelas empresas e as variáveis de *performance*, desde que se verifiquem os pressupostos para a utilização do teste (distribuição da média amostral seguir a distribuição normal ou a dimensão por grupo ser maior ou igual a 30 observações; e garantir-se a homogeneidade das variâncias por amostra independente) (Marôco, 2010).

Para algumas das variáveis em estudo houve necessidade de transformar as variáveis quantitativas em variáveis qualitativas dicotómicas. Em face disso, as variáveis número de administradores do CA, número de membros independentes, ROE, autonomia, solvabilidade, cotação bolsista, índice de *Herfindahl-Hirschman* e a taxa de crescimento do volume de negócios, foram transformadas através da divisão da série de cada uma das variáveis, pela sua mediana.

Após a transformação das variáveis, de quantitativas para qualitativas, nomeadamente o número de administradores do CA, número de membros independentes, ROE, autonomia, solvabilidade, cotação bolsista, índice de *Herfindahl-Hirschman* e a taxa de crescimento do volume de negócios, procedeu-se à análise de associação entre as variáveis para dar resposta às hipóteses de investigação, ou seja, perceber se as variáveis de *performance* afetam o modelo de CG adotado bem como o tipo de remuneração das empresas em estudo. Pretende-se aplicar os testes não paramétricos de associação, designadamente o *Phi* para medir o grau de associação entre as variáveis qualitativas e a sua direção. Este coeficiente varia entre -1 e +1 ( $-1 \leq r \leq 1$ ), sendo que se  $r > 0$  as variáveis variam no mesmo sentido e se  $r < 0$  as variáveis variam em sentido oposto. De forma geral pode ser considerado que as correlações são: fracas quando  $r < 0,25$ ; moderadas quando  $0,25 \leq r \leq 0,5$ ; fortes quando  $0,5 \leq r \leq 0,75$  e muito fortes se  $r \geq 0,75$  (Marôco, 2010).

Posteriormente, e de forma a englobar todas as variáveis independentes no mesmo modelo, pretende-se utilizar o modelo econométrico *Logit*, um modelo de escolha binária. Para tal, e como já foi referido anteriormente, as variáveis quantitativas em estudo foram todas elas transformadas em variáveis dicotómicas. De referir, ainda, que apenas se vai trabalhar com os modelos de CG Anglo-saxónico e Latino/monista. Utilizam-se apenas estes dois modelos uma vez que a expressão de utilização do modelo de CG Germânico/dualista não era significativa, adotado apenas por uma empresa pertencente à amostra.

A relação entre as variáveis explicativas e as variáveis explicadas será analisada tendo em conta o modelo *Logit* geral (Hosmer & Lemeshow, 2000):

$$Y_i = \text{Logit}(P) = \ln \frac{P}{1-P} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \dots + \beta_k X_{ki} \quad [6]$$

Onde,

$$P = Prob(Y = 1)$$

o rácio da probabilidade ou *odd-ratio* de um acontecimento (ocorrência/não ocorrência). Tendo em conta o modelo, a probabilidade vem dada pela seguinte equação (Hosmer & Lemeshow, 2000):

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + e^{(-\beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \dots + \beta_k X_{ki})}} \quad [7]$$

Onde  $\beta$  são os coeficientes estimados pelo modelo de regressão Logística. Os coeficientes estimados pelo *Logit* não possuem interpretação económica direta. Para obter o significado económico do coeficiente é necessário trabalhar com a função exponencial o coeficiente estimado de forma a obter o designado rácio de probabilidades (*odd-ratio*). Este rácio indica o número de vezes em que a probabilidade de ocorrer o evento é superior à probabilidade de ocorrência do evento de referência (Hosmer & Lemeshow, 2000).

Para a aplicação do modelo tendo como variável dependente o modelo de CG (Monista e Anglo-saxónico) adotado pelas empresas, e como variáveis independentes os indicadores de *performance* apresentados ter-se-á a seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{Modelo de CG} = & b_0 + b_1 \text{Número de Administradores} + b_2 \text{Número de Administradores Independentes} + \\ & + b_3 \text{ROE} + b_4 \text{Autonomia} + b_5 \text{Solvabilidade} + b_6 \text{Cotação Bolsista} + \\ & + b_7 \text{Concentração Acionista} + b_8 \text{Tx. Cresc. Volume de Negócios} \end{aligned} \quad [8]$$

Por sua vez, com a aplicação do modelo tendo como variável dependente o tipo de remuneração (Fixa e Variável) utilizado pelas empresas, e como variáveis independentes os indicadores de *performance* apresentados, ter-se-á a seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{Tipo de Remuneração} = & b_0 + b_1 \text{Número de Administradores} + \\ & + b_2 \text{Número de Administradores Independentes} + \\ & + b_3 \text{ROE} + b_4 \text{Autonomia} + b_5 \text{Solvabilidade} + \\ & + b_6 \text{Cotação Bolsista} + b_7 \text{Concentração Acionista} + \\ & + b_8 \text{Tx. Cres. Volume de Negócios} \end{aligned} \quad [9]$$

Na Tabela 1 que se segue apresentam-se os valores assumidos pelas diferentes variáveis em estudo.

Tabela 1: Valores assumidos pelas variáveis em estudo.

Variável	Valores
Modelo de <i>Corporate Governance</i>	0 – Modelo Latino
	1 – Modelo Anglo-saxónico
Remuneração	0 – Remuneração Fixa
	1 – Remuneração Variável
Dimensão Conselho de Administração	0 – Número de Administradores Baixo
	1 – Número de Administradores Elevado
Número de Administradores Independentes	0 – Número de Administradores Independentes Baixo
	1 – Número de Administradores Independentes Elevado
ROE	0 – ROE Baixo
	1 – ROE Elevado
Autonomia	0 – Autonomia Baixa
	1 – Autonomia Elevada
Solvabilidade	0 – Solvabilidade Baixa
	1 – Solvabilidade Elevada
Cotação Bolsista	0 – Cotação Bolsista Baixa
	1 – Cotação Bolsista Elevada
Concentração Acionista	0 – Concentração Acionista Baixa
	1 – Concentração Acionista Elevada
Volume de Negócios	0 – Volume de Negócios Baixo
	1 – Volume de Negócios Elevado

Fonte: Elaboração própria.

Em toda a análise e decisão sobre as hipóteses de investigação vai assumir-se o nível de significância de 5%.

## 2.5. Apresentação da Amostra

A amostra sobre a qual incide o estudo contempla as empresas cotadas no mercado bolsista português, *Euronext Lisbon*, no ano de 2013, e inclui as 42 sociedades de direito nacional. Foi considerado o ano de 2013 uma vez que se trata do último ano com informação disponibilizada pela CMVM, nomeadamente através do seu Relatório Anual Sobre as Sociedades Cotadas em Portugal 2013, o que permite obter mais informações sobre as empresas cotadas. A informação quantitativa constante da presente análise foi retirada dos relatórios e contas das empresas

pertencentes ao *Euronex Lisbon* para os anos de 2010, 2011, 2012 e 2013 bem como dos seus relatórios anuais sobre *Corporate Governance* para o ano de 2011, 2012 e 2013.

A amostra em estudo resulta das empresas cotadas no mercado bolsista português, tal como já tivemos oportunidade de referir, e que apresentavam todos os relatórios e contas, bem como os relatórios anuais *sobre Corporate Governance* para os anos em análise (Tabela 2).

Tabela 2: Amostra em estudo (continua).

Altri, SGPS, SA	Martifer, SGPS, SA
Banco Comercial Português, SA	Grupo Média Capital, SGPS, SA
Banco Espírito Santo, SA	Mota Engil, SGPS, SA
Banco BPI, SA	Novabase, SGPS, SA
Banif – Banco Internacional do Funchal, SA	Sociedade Comercial Orey Antunes, SA
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA	Portucel - Empresa Produtora de Pasta de Papel, SA
Cofina, SGPS, SA	Portugal Telecom, SGPS, SA
Compta – Equipamento e Serviços de Informática, SA	Reditus - Sociedade Gestora de Participações Sociais, SA
Corticeira Amorim, SGPS, SA	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA
EDP - Electricidade de Portugal, SA	<i>Sag Gest</i> - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA
EDP Renováveis, SA	Grupo Soares da Costa, SGPS, SA
Estoril-Sol, SGPS, SA	Semapa- Sociedade Investimentos e Gestão, SGPS, SA
F. Ramada Investimentos, SGPS, SA	Sonae Capital, SGPS, SA
Galp Energia, SGPS, SA	Sonae, SGPS, SA
Glintt - Global Intelligent Technologies, SA	Sonaecom, SGPS, SA

Tabela 2: Amostra em estudo (continuação).

Ibersol, SGPS, SA	Sonae Industria, SGPS, SA
Imobiliária Construtora Grão Pará, SA	Sumos + Compal, SA
Impresa, SGPS, SA	Teixeira Duarte, SA
Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, SA	Toyota Caetano Portugal, SA
Jerónimo Martins - SGPS, SA	VAA – Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA
Lisgráfica – Impressões e Artes Gráficas SA	ZON Multimédia - Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A

Fonte: Elaboração própria.

**III – CORPORATE GOVERNANCE E CONFLITOS DE AGÊNCIA EM  
PORTUGAL**

---



### 3.1. Caracterização da Amostra

A amostra em estudo é constituída por 42 empresas cotadas no *Euronext Lisbon* que se distribuem por nove setores de atividade. Dos setores de atividade da amostra destacam-se com maior peso o setor industrial, com uma percentagem de 26,19% (11) de empresas neste setor, seguida pelo setor de serviços ao consumidor com uma percentagem de 21,43% (9) de empresas. Em sentido oposto apresenta-se o setor do Gás e Petróleo, ao registar apenas uma percentagem de apenas 2,38% que corresponde a uma única empresa. A Tabela 3 apresenta a distribuição das empresas da amostra por setores de atividade.

Tabela 3: Distribuição das empresas por setor de atividade.

Sector	n	%
Indústria	11	26,19
Serviços ao Consumidor	9	21,43
Serviços Financeiros	5	11,90
Materiais Básicos	4	9,52
Tecnológicas	4	9,52
Bens de Consumo	3	7,14
Utilitárias	3	7,14
Telecomunicações	2	4,76
Gás e Petróleo	1	2,38
<b>Total</b>	<b>42</b>	<b>100</b>

Fonte: Elaboração própria.

Quanto ao modelo de CG seguido pelas 42 empresas analisadas, o que apresenta um maior peso é o Modelo Latino, adotado por trinta empresas, o que resulta numa percentagem de 71,43%. O Modelo Anglo-Saxónico é adotado por 26,19% (11) das empresas e o Modelo Dualista é apenas adotado por uma empresa, o que se traduz numa percentagem de 2,38% (Tabela 4).

Tabela 4: Distribuição das empresas por modelo de governo seguido.

Modelo	n	%
Modelo Anglo-Saxónico	11	26,19
Modelo Dualista	1	2,38
Modelo Latino	30	71,43
<b>Total</b>	<b>42</b>	<b>100</b>

Fonte: Elaboração própria.

### 3.2. Análise Descritiva Exploratória

Este ponto será dedicado, como a sua própria designação sugere, à análise exploratória e os resultados obtidos para cada uma das variáveis estudadas encontram-se sistematizados na Tabela 5 que se segue.

Tabela 5: Resultados para a análise descritiva por ano.

<b>Indicadores</b>	<b>Estatística</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Dimensão CA (Unidade: Número)	Mínimo	3,00	3,00	3,00
	Máximo	25,00	30,00	30,00
	Mediana	9,00	9,50	9,00
	Média	10,05	11,12	10,81
	Desvio Padrão	5,29	6,47	6,21
Administradores Independentes (Unidade: Número)	Mínimo	0	0	0
	Máximo	9	12	12
	Mediana	2	2	2
	Média	3	3	3
	Desvio Padrão	2,75	2,79	2,80
ROE (Unidade: %)	Mínimo	-0,69	-1,91	-4,39
	Máximo	6,37	0,54	66,36
	Mediana	0,03	0,03	0,04
	Média	0,18	-0,05	1,51
	Desvio Padrão	1,03	0,42	10,28
Cotação Bolsista (Unidade: Euros)	Mínimo	0,03	0,02	0,02
	Máximo	12,79	14,60	14,22
	Mediana	1,21	1,05	1,13
	Média	2,14	1,95	2,29
	Desvio Padrão	2,76	2,89	3,02
$H_i$ (Unidade: Número)	Mínimo	0,00	0,04	0,04
	Máximo	0,73	0,89	0,90
	Mediana	0,317	0,316	0,317
	Média	0,31	0,33	0,35
	Desvio Padrão	0,20	0,22	0,22
Autonomia (Unidade: %)	Mínimo	-92,95	-151,73	-32,71
	Máximo	69,88	69,43	92,64
	Mediana	0,27	0,27	0,28
	Média	24,80	25,37	30,29
	Desvio Padrão	25,61	34,57	23,40
Solvabilidade (Unidade: %)	Mínimo	-48,17	-60,27	-24,65
	Máximo	232,06	597,91	1258,91
	Mediana	0,36	0,40	0,43
	Média	46,79	71,18	86,19
	Desvio Padrão	49,84	103,47	195,13
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios (Unidade: %)	Mínimo	-32,36	-81,72	-90,31
	Máximo	62,99	72,40	25,95
	Mediana	-0,03	-0,03	-0,01
	Média	-1,87	-4,88	-4,54
	Desvio Padrão	17,92	24,00	20,01

Fonte: Elaboração própria.

Começando pela análise à variável “Dimensão do CA”, de referir que o valor mínimo registado se mantém estável ao longo dos três anos em estudo e que o valor máximo aumenta nos anos de 2012 e 2013, e que o valor médio de administradores no CA é maior no ano de 2012.

Relativamente ao ROE, cabe referir que apresenta um valor mínimo no ano de 2013, numa clara tendência de aumento do valor mínimo, e que é também no ano de 2013 que o ROE atinge o seu valor máximo, bem como a média mais elevada.

A melhor cotação bolsista média ocorre no ano de 2013 e a pior no ano de 2011, enquanto o valor máximo da cotação bolsista se verifica no ano de 2012 e o valor mínimo no ano de 2012 e 2013.

O Índice de Concentração  $H_i$  aumenta o seu valor máximo ao longo dos anos em estudo, com o seu valor mínimo a ser atingido no primeiro ano em análise (ano de 2011). De referir que a média do Índice de Concentração  $H_i$  aumenta também ao longo dos anos em análise.

A Autonomia regista o seu valor mínimo em 2012 e o máximo em 2013 e a sua média vai aumentando do ano de 2011 para 2012 e de 2012 para 2013. A Solvabilidade regista também um aumento do seu valor máximo bem como do seu valor médio de 2011 para 2013. O seu valor mínimo é atingido no ano de 2012.

A taxa de Crescimento do Volume de negócios atinge o seu mínimo no ano de 2013 e o seu máximo no ano de 2012. De referir que a sua média, ainda que negativa ao longo dos anos em análise, apresenta o seu melhor valor no primeiro ano, em 2011.

### **3.3. Validação das Hipóteses de Investigação**

Para dar resposta ao objetivo deste estudo, geral e específico, foram levantadas seis hipóteses de investigação, tal como oportunamente referido. Recordamos que têm como propósito procurar perceber se existem diferenças no desempenho empresarial tendo em conta o modelo de CG adotado pelas empresas, que neste caso inclui o modelo Anglo-saxónico e o modelo Latino, bem como o tipo de remuneração, considerando a existência de remuneração fixa e de remuneração variável. Adicionalmente procurar-se-á, também, analisar a associação entre as variáveis de *performance*, medida através de uma série de variáveis já descritas (Dimensão do CA, Número de Administradores Independentes, ROE, Autonomia, Solvabilidade, Cotação Bolsista, Concentração Acionista e Volume de Negócios) e as variáveis modelo de CG e tipo de remuneração. Recordamos que tudo isto com o desígnio de tentar perceber de que forma se podem gerar e/ou minimizar custos de agência para as empresas da presente amostra.

Para dar resposta às duas primeiras hipóteses de investigação aplicou-se o teste paramétrico *t-Student* de forma a perceber se existem diferenças entre os modelos de CG (Monista e Anglo-Saxónico) e o tipo de remuneração, relativamente aos indicadores de *performance* empresarial (Tabela 6).

Aplicando o teste paramétrico, tendo em consideração o Modelo de CG adotado, as variáveis estatisticamente significativas são a Cotação Bolsista ( $p\text{-value}=0,012$ ), a Dimensão do CA ( $p\text{-value}<0,001$ ) e o Número de Administradores Independentes ( $p\text{-value}<0,001$ ). Conclui-se assim que apenas três variáveis de *performance* são estatisticamente significativas, o que não confere robustez à presente hipótese de investigação (H1). Estes resultados não estão em linha com os obtidos por Campos (2015) e Ferreira (2013), que concluíram pela existência de diferenças estatisticamente significativas entre desempenho empresarial e o modelo de CG adotado. Tal não se verifica no presente estudo, pelo que a 1.ª hipótese de investigação (H1) não é validada.

As variáveis estatisticamente significativas relativamente ao tipo de remuneração são a Cotação Bolsista ( $p\text{-value}=0,003$ ), a Dimensão do CA e, ainda, a variável Número de Administradores Independentes. A literatura sugere, a este respeito, que em determinadas situações os administradores possam manipular os resultados das empresas para aumentar as suas formas de remuneração variável, nomeadamente através da cotação bolsista da empresa, de forma a assegurar um maior alinhamento de interesses entre o administrador e o acionista (Faria, 2013). Também Jensen e Meckling (1976) indicam que a cotação bolsista e o mercado de capitais podem servir para o gestor maximizar a sua utilidade em detrimento da utilidade do acionista. Porém, e contrariamente ao que a literatura sugere, com o presente estudo conclui-se que o tipo de remuneração não afeta a *performance* empresarial, já que das variáveis de *performance* usadas, num total de oito variáveis, apenas três são estatisticamente significativas. Assim, e com base na informação apresentada, conclui-se que não é validada a 2.ª hipótese de investigação (H2).

Tabela 6: Resumo da informação estatística para o Modelo de CG e Tipo de Remuneração.

<i>Indicadores de Performance</i>	<b>Modelo de CG</b>			<b>Tipo de Remuneração</b>		
	<i>Valor do teste</i>	<i>p-value</i>	<i>Significância Estatística</i>	<i>Valor do teste</i>	<i>p-value</i>	<i>Significância Estatística</i>
Cotação Bolsista	-2,622	0,012	S	-3,044	0,003	S
Dimensão CA	-3, 997	<0,001	S	-6,889	<0,001	S
Número de Administradores Independentes	-4,914	<0,001	S	-3,097	0,002	S
Autonomia	1,375	0,176	NS	-1,636	0,104	NS
Solvabilidade	1,531	0,129	NS	-0,840	0,402	NS
ROE	0,894	0,374	NS	1,610	0,110	NS
Concentração Acionista	0,648	0,518	NS	0,567	0,572	NS
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios	0,268	0,789	NS	-0,709	0,480	NS

Nota: S, Significativo; NS, Não Significativo.

Fonte: Elaboração própria.

De forma a aprofundar a análise e tentar dar resposta à 3.<sup>a</sup> e 4.<sup>a</sup> hipóteses de investigação (HI<sub>3</sub> e HI<sub>4</sub>), foi aplicado o teste não paramétrico de associação, o teste de *Phi*, de forma a ser analisada a associação entre as variáveis qualitativas. As hipóteses a testar foram:

HI<sub>3</sub>: Existe uma associação positiva entre os modelos de CG e os indicadores de *performance* empresarial;

HI<sub>4</sub>: Existe uma associação positiva entre o tipo de remuneração e os indicadores de *performance* empresarial;

Os resultados obtidos, para cada uma das hipóteses de investigação (HI<sub>3</sub> e HI<sub>4</sub>), apresentam-se na Tabela 7 que se segue.

Tabela 7: Valores para a associação entre variáveis – Teste de *Phi*.

	Modelo de CG			Tipo de Remuneração		
	Valor	p-value	Significância Estatística	Valor	p-value	Significância Estatística
Número de Administradores	0,287	<0,001	S	0,3290	<0,001	S
Número Administradores Independentes	0,431	<0,001	S	0,239	0,007	S
ROE	0,106	0,242	NS	0,199	0,026	S
Autonomia	0,111	0,219	NS	0,054	0,543	NS
Solvabilidade	0,111	0,219	NS	0,054	0,543	NS
Cotação Bolsista	0,250	0,006	S	0,235	0,008	S
Concentração Acionista	-0,142	0,116	NS	-0,126	0,156	NS
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios	0,069	0,441	NS	0,090	0,311	NS

Nota: S, Significativo; NS, Não Significativo.

Fonte: Elaboração própria.

Da análise à informação (Tabela 7) ressalta que dos indicadores estudados apenas o Número de Administradores, o Número de Administradores Independentes, o ROE e a Cotação Bolsista são estatisticamente significativos ( $p\text{-value}<0,05$ ). Neste sentido, e tal como conclui Campos (2015), a Dimensão do CA, bem como a Independência dos seus membros, estão associadas com o Modelo de CG adotado pelas empresas. As restantes variáveis, Autonomia, Solvabilidade, Concentração Acionista e Taxa de Crescimento do Volume de Negócios, não têm significância estatística no que diz respeito à escolha do modelo de CG, bem como na escolha do tipo de remuneração. Dos indicadores que não são estatisticamente significativos verifica-se uma associação moderada entre a variável Número de Administradores e a Escolha do Modelo de CG ( $Phi=0,287$ ). Também no que diz respeito à associação entre o Número de Administradores e a variável Remuneração há uma associação moderada ( $Phi=0,329$ ). Entre a independência dos Administradores e a adoção do Modelo de CG volta a verificar-se uma associação moderada ( $Phi=0,431$ ). Há ainda associações fracas entre a Remuneração e o ROE, entre a Remuneração

e a Cotação Bolsista e, ainda, entre a Cotação Bolsista e o modelo de CG adotado, já que todos eles apresentam  $\Phi < 0,25$ .

Tendo em conta os valores da Tabela 7 verifica-se que o modelo de CG adotado pelas empresas se associa de forma positiva, fraca a moderada, com as variáveis de performance, excetuando a variável Concentração Acionista. Uma vez que os resultados não são estatisticamente significativos, a 3.<sup>a</sup> hipótese de investigação (HI<sub>3</sub>) não é validada, ainda que grande parte das variáveis tenham uma associação positiva direta com o modelo de CG.

A 4.<sup>a</sup> hipótese de investigação (HI<sub>4</sub>) “Existe uma associação positiva entre o tipo de remuneração e os indicadores de *performance* empresarial” também não se confirma, ainda que a variável Tipo de Remuneração se associe de forma positiva, fraca a moderada com os indicadores de *performance*, excetuando, mais uma vez, a variável Concentração Acionista. De referir, porém, que essa associação não é estatisticamente significativa, pelo que não é validada a 4.<sup>a</sup> hipótese de investigação (HI<sub>4</sub>).

A análise exploratória baseada no teste paramétrico *t-Student* e no coeficiente de correlação de *Phi* indica que alguns dos indicadores têm significância estatística, ainda que se tenham rejeitado todas as hipóteses de investigação estudadas.

Na continuação vai ser aplicado o modelo *Logit*, de forma a perceber a associação e intensidade entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes.

Deste modo, e para dar resposta às 5.<sup>a</sup> e 6.<sup>a</sup> hipóteses de investigação (HI<sub>5</sub> e HI<sub>6</sub>) produziu-se o modelo *Logit*, que será aplicado para duas variáveis dependentes, o Modelo de CG e o Tipo de Remuneração. A variável Modelo de CG divide-se em Modelo Latino e Modelo Anglo-saxónico e, por sua vez, a variável Remuneração encontra-se dividida em Remuneração Fixa e Remuneração Variável, tal como foi explicitado anteriormente. Como variáveis independentes foram considerados os indicadores de *performance* e como dependentes o Número de Administradores, o Número de Administradores Independentes, a Cotação Bolsista, variáveis que com a aplicação dos modelos anteriores se mostraram estatisticamente significativas. Os restantes indicadores, o ROE, Autonomia, Solvabilidade, Concentração Acionista e Taxa de Crescimento do Volume de Negócios, ainda que não sejam estatisticamente significativas nas aplicações dos testes apresentados anteriormente podem-no vir a ser com a aplicação do modelo *Logit*. As hipóteses em estudo com a aplicação do modelo *Logit* são as seguintes:

HI<sub>5</sub>: Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a adoção do Modelo de *Corporate Governance*;

HI<sub>6</sub>: Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a forma de remuneração.

Os resultados da aplicação do modelo *Logit*, tendo como variável dependente o modelo de CG, às variáveis independentes em análise são apresentados na seguinte Tabela 8 que a seguir se apresenta.

Tabela 8: *Resultado* do Modelo *Logit* para a variável dependente: Modelo de CG.

Varáveis	Coefficiente ( $\beta$ )	<i>p-value</i>	Erro Padrão	Rácio de Probabilidades $exp(\beta)$
Número de Administradores	0,053	0,932	0,624	1,055
Número de Administradores Independentes	2,970	0,01	0,834	19,491
ROE	-0,270	0,628	0,558	0,763
Autonomia	0,324	0,710	0,873	1,383
Solvabilidade	0,226	0,800	0,892	1,253
Cotação Bolsista	1,299	0,043	0,641	3,667
Concentração Acionista	-0,736	0,132	0,489	0,479
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios	-0,018	0,971	0,492	0,982
Constante	-3,749	<0,001	0,899	0,024

Fonte: Elaboração própria.

O modelo estimado e que oferece os dados apresentados na Tabela 8, é o que a seguir se apresenta:

$$\begin{aligned}
 \text{Modelo de CG} = & -3,749 + 0,053 * \text{Número de Administradores} + \\
 & + 2,97 * \text{Número de Administradores Independentes} - 0,27 * \text{ROE} + \\
 & + 0,324 * \text{Autonomia} + 0,226 * \text{Solvabilidade} + 1,299 * \text{Cotação Bolsista} - \\
 & - 0,736 * \text{Concentração Acionista} - 0,018 * \text{Taxa Crescimento Volume de Negócios}
 \end{aligned}
 \quad [10]$$

No que às previsões do modelo diz respeito, a percentagem global de casos corretamente previstos é de 81,3%, pelo que se considera que o modelo apresenta um bom desempenho. Analisando o valor do coeficiente de determinação de McFadden, utilizado como indicador de avaliação da satisfação e da qualidade do modelo (Sardinha, 2014), que se situa nos 0,259, permite concluir que, por se apresentar relativamente próximo de zero, o modelo pode ser considerado como um bom modelo.

Tal como já tinha sido, em parte, previsto na aplicação do teste não paramétrico de associação *Phi* dos indicadores em análise, são estatisticamente significativos o Número de Administradores Independentes ( $p\text{-value}=0,0003$ ) e a Cotação Bolsista ( $p\text{-value}=0,043$ ).

Na continuação passamos a analisar as conclusões da aplicação do modelo *Logit* bem como da 5.<sup>a</sup> e 6.<sup>a</sup> hipóteses de investigação (HI<sub>5</sub> e HI<sub>6</sub>). O aumento do Número de Administradores Independentes amplia a probabilidade de o modelo adotado ser o modelo Anglo-saxónico. Este resultado está em linha com a teoria, já que o modelo Anglo-saxónico prevê a criação de comités compostos por administradores externos independentes, tais como o comité de remunerações ou o comité de nomeações. Prevê, também, uma comissão de auditoria composta por membros executivos independentes, o que não acontece no modelo Latino. No mesmo sentido se apresenta La Porta (1999), que defende que o modelo Anglo-saxónico prevê um CA constituído por administradores independentes não executivos que não se podem alinhar com os interesses dos acionistas maioritários, mas sim com os de todos os acionistas, e também Baysinger e Butler (1985), que não só concluíram pela existência de um diferencial entre o grau de independência dos gestores e o desempenho das empresas como vêm defender que a existência deste tipo de membros independentes limita eventuais custos de agência que se possam verificar numa relação entre gestor e acionista. Ou seja, defendem que a existência de administradores independentes se traduz num maior controlo dos gestores e, por essa via, em menores custos de agência.

A variável Cotação Bolsista apresenta também uma influência positiva, ou seja, as cotações bolsistas elevadas aumentam a probabilidade de o modelo adotado ser o modelo Anglo-saxónico. Esta relação vai também ao encontro das expectativas uma vez que no modelo Anglo-saxónico os aumentos da cotação bolsista sinalizam a aprovação por parte dos acionistas aos administradores, o que pode originar distorções de cotação por parte dos gestores para melhorar a sua remuneração e levar à existência de custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973; Zimmerman, 1997).

Quanto à relação entre a variável dependente e as restantes variáveis independentes, ainda que não sejam estatisticamente significativas para um intervalo de confiança de 95%, pode-se retirar conclusões do sentido da sua relação e verificar se estão ou não de acordo com o que a literatura nos sugere. Assim, e da análise dos resultados da aplicação do modelo resulta que, entre a variável Número de Administradores e a variável dependente há uma relação positiva ( $B=0,053$ ), ou seja, um aumento no número de administradores aumenta a probabilidade de ser adotado o modelo Anglo-saxónico. Não há na literatura fundamentos que permitam sustentar que a dimensão do CA influencie o modelo adotado. Baysinger e Butler (1985) haviam concluído pela não existência de uma relação estatisticamente significativa entre a Dimensão do CA e o desempenho empresarial.

A variável ROE e a variável modelo de CG têm uma relação negativa ( $B=-0,27$ ), o que confirma a teoria, que sustenta que no modelo anglo-saxónico existe, geralmente, uma separação entre a propriedade e a gestão, facto que contribui para aumentar o poder dos gestores. Atendendo a que os gestores agem de acordo com os seus interesses e não propriamente de acordo com os interesses dos acionistas estes, os gestores, tendem a investir em projetos de curto prazo que lhe permitam um retorno no imediato. Porém, no modelo Latino, os acionistas, porque têm um



maior controlo e monitorização sobre a empresa, privilegiam investimentos em projetos de longo prazo (Sardinha, 2014).

A relação da variável dependente com as variáveis Autonomia e Solvabilidade é positiva. Ou seja, empresas com rácios mais elevados de autonomia e solvabilidade têm maior probabilidade de adotar o modelo Anglo-saxónico. Este resultado não está, porém, em linha com a teoria, que sugere que empresas com melhores rácios deveriam resultar de modelos em que os acionistas são mais controladores, ou seja, o modelo Latino. Já Yermack (1996) aponta para a existência de uma correlação negativa entre a proporção de administradores independentes e o *Q* de *Tobin* o que evidencia que empresas com mais administradores independentes têm pior desempenho. Considerando que neste estudo a maior percentagem de administradores independentes é dada pelo modelo Anglo-saxónico, a conclusão aqui obtida é oposta ao que a literatura sugere.

A Concentração Acionista está relacionada com a escolha do modelo de CG de forma negativa ( $B=-0,736$ ), ou seja, quanto maior a concentração acionista maior a probabilidade de ser adotado o modelo Latino, o que não só faz sentido como está em linha com o expectável, uma vez que o modelo Latino é adotado em mercados de maior concentração acionista, ainda que tal não seja aconselhável (Batista, 2009).

Por sua vez, a Taxa de Crescimento do Volume de Negócios está também negativamente relacionada com a escolha do modelo de CG Anglo-saxónico ( $B=-0,018$ ). Tal como defendido por Batista (2009), por vezes os incentivos dos gestores estão associados ao crescimento da dimensão da empresa. Os gestores têm interesse em alavancar rácios como o volume de negócios sem que este se traduza em riqueza para os acionistas e, neste aspeto, o modelo Latino é mais propenso a este tipo de alavancagem.

A análise aos resultados que incluem as variáveis Número de Administradores, ROE, Autonomia, Solvabilidade, Concentração Acionista Taxa de Crescimento do Volume de Negócios têm em conta a não significância estatística dos indicadores. Servem, no entanto, para perceber o sentido da relação destas variáveis independentes com a variável dependente modelo de CG.

Ainda que não se confirme a 5.<sup>a</sup> hipótese de investigação, uma vez que parte dos indicadores de *performance* não apresentam significância estatística, os resultados obtidos demonstram que parte dos pressupostos da presente análise se confirmam, não só os resultados dos indicadores com significância estatística (Número de Administradores Independentes e Cotação Bolsista) mas, também, o sentido da relação das restantes variáveis de *performance*. Ainda que os seus resultados não sejam tão robustos permitem verificar e comparar os resultados obtidos com resultados apresentados por estudos anteriores e, grande parte desses resultados, vão no mesmo sentido do que vem sendo sugerido pela literatura. Excetua-se aqui a relação entre as variáveis Autonomia e Solvabilidade e a variável Modelo de CG, pelo que parte do principal objetivo de estudo foi confirmado pelos testes aplicados. As variáveis Número de Administradores Independentes e Cotação Bolsista apresentam relevância estatística e influenciam de modo estatisticamente significativo a probabilidade de ser adotado o Modelo

Anglo-saxónico. Se a cotação bolsista for elevada a probabilidade de adotar o Modelo Anglo-saxónico aumenta em cerca de 3,7 vezes face à cotação bolsista baixa.

Na continuação foi aplicado o modelo *Logit* para a variável dependente Tipo de Remuneração e os resultados obtidos encontram-se sistematizados na Tabela 9 que a seguir se apresenta.

Tabela 9: *Resultado* do Modelo *Logit* para a variável dependente Tipo de Remuneração.

<b>Varáveis</b>	<b>Coeficiente (<math>\beta</math>)</b>	<b>p-value</b>	<b>Erro Padrão</b>	<b>Rácio de Probabilidades <math>exp(\beta)</math></b>
Número de Administradores	1,198	0,027	0,541	3,313
Número de Administradores Independentes	0,598	0,220	0,488	1,819
ROE	0,761	0,130	0,503	2,141
Autonomia	0,356	0,776	1,254	1,428
Solvabilidade	0,076	0,952	1,261	1,079
Cotação Bolsista	0,394	0,472	0,547	1,483
Concentração Acionista	-0,464	0,314	0,460	0,629
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios	0,158	0,734	0,466	1,172
Constante	-0,370	0,503	0,553	0,691

Fonte: Elaboração própria.

A regressão estimada do modelo (*Modelo Logit*), tendo em conta os dados da Tabela 9 é a seguinte:

$$\begin{aligned}
 \textit{Tipo de Remuneração} = & -0,37 + 1,198 * \textit{Número de Administradores} + \\
 & + 0,598 * \textit{Número de Administradores Independentes} + \\
 & + 0,761 * \textit{ROE} + 0,356 * \textit{Autonomia} + \\
 & + 0,076 * \textit{Solvabilidade} + 0,394 * \textit{Cotação Bolsista} - \quad [11] \\
 & - 0,464 * \textit{Concentração Acionista} + \\
 & + 0,158 * \textit{Taxa Crescimento Volume de Negócios}
 \end{aligned}$$

No que às previsões do modelo diz respeito, a percentagem global de casos corretamente previstos é de 69%, um valor não tão elevado como o do modelo anterior. Considera-se, no entanto, que o modelo apresenta um bom desempenho. O valor do R-quadrado de McFadden é

de 0,152 valor muito próximo de zero e, portanto, um valor que permite considerar que o modelo é um bom modelo.

Na aplicação do modelo, utilizando como variável dependente a Remuneração como variável estatisticamente significativa ( $p\text{-value}=0,027$ ) tem-se apenas o número de administradores. Ou seja, como  $B=1,198$  há uma maior probabilidade de a remuneração ser variável em CA maiores, podemos o que permite concluir que quanto mais membros um CA tiver maior é a probabilidade de a remuneração dos seus membros ser variável. Neste caso, e se os CA não forem constituídos por membros independentes em número adequado, os gestores podem aproveitar para prosseguir os seus interesses pessoais em detrimento dos interesses dos acionistas, e com isso elevar a sua remuneração variável. Não há, no entanto, na literatura, suporte que permita confirmar este resultado.

Tal como foi feito no modelo anterior vão ser analisadas as relações entre a variável dependente e os restantes indicadores de *performance*, ainda que não sejam estatisticamente significativas para um intervalo de confiança de 95%.

Os aumentos do número de administradores independentes aumentam a probabilidade de a remuneração adotada pela empresa ser variável. De facto, com um maior controlo por parte de administradores independentes aumenta a probabilidade de incorrer em custos de agência quando a remuneração variável é menor, na medida em que o escrutínio a que os membros executivos não independentes estão sujeitos é maior. No entanto, não é claro que a adoção de comités de remuneração, formado por administradores independentes, tenha sucesso assegurado uma vez que a definição da política de remuneração dos diretores executivos que daí resulta pode não assegurar os incentivos necessários aos administradores para agirem de acordo com os interesses dos acionistas (Short, Keasey, Wright & Hull, 1999).

As variáveis ROE, Autonomia, Solvabilidade e Taxa de Crescimento do Volume de Negócios, como indicadores de *performance*, ao aumentarem estão a aumentar a probabilidade de o tipo de remuneração numa empresa ser variável. Assim, e tal como a literatura sugere, a componente variável da remuneração tem como objetivo a maximização da utilidade e a sincronização dos interesses dos gestores com o interesse dos acionistas. Dessa forma os gestores terão maiores incentivos para apresentar indicadores de performance superiores quando a sua remuneração variável dependa, em parte, desses mesmos indicadores.

A Cotação Bolsista e a Remuneração Variável têm uma relação positiva ( $B=0,394$ ), ou seja, os administradores podem tentar influenciar a cotação bolsista quando a sua componente de remuneração variável dependa dessa mesma cotação. No que à relação entre a concentração acionista e a remuneração fixa diz respeito temos que os aumentos de concentração aumentam a probabilidade de ser adotada pelo CA um política de remuneração fixa. Se for levado em conta que o modelo Anglo-saxónico se encontra em mercados pouco concentrados e a remuneração fixa é mais significativa que a remuneração variável, a relação sugerida vai no sentido oposto ao apresentado pela teoria e que é que os aumentos de concentração acionista aumentam a

probabilidade de adoção de remuneração variável (Vieira et. al, 2009; Ooghe & Vuyst, 2001). Salienta-se, mais uma vez, que a análise aos resultados que incluem os indicadores Número de Administradores Independentes, ROE, Autonomia, Solvabilidade, Cotação Bolsista, Concentração Acionista Taxa de Crescimento do Volume de Negócios têm em conta a não significância estatística das variáveis, pelo que com a sua análise se procura tão só perceber o sentido da relação destas variáveis independentes com a variável dependente Tipo de Remuneração.

Também a 6.<sup>a</sup> hipótese de investigação (HI<sub>6</sub>) não é validada pelo presente estudo, uma vez que parte dos indicadores de *performance* não são estatisticamente significativas. Os resultados alcançados permitem chegar a algumas conclusões, no entanto, os dados não apresentam a robustez necessária.

Em jeito de síntese dos resultados obtidos, apresenta-se a Tabela 10 onde se recordam as hipóteses de investigação (HI) levantadas e os resultados a que esta investigação permitiu chegar para cada uma delas.

Tabela 10: Resultado das Hipóteses de Investigação.

Hipóteses de Investigação	Confirmação da Hipótese
HI <sub>1</sub> : Existem diferenças entre os modelos de <i>Corporate Governance</i> (Anglo-Saxónico e Latino/Monista) relativamente aos indicadores de <i>performance</i> empresarial	Não validada
HI <sub>2</sub> : Existem diferenças por tipo de remuneração (fixa e variável) relativamente aos indicadores de <i>performance</i> empresarial	Não validada
HI <sub>3</sub> : Existe uma associação positiva entre os modelos de <i>Corporate Governance</i> e os indicadores de <i>performance</i> empresarial	Não validada
HI <sub>4</sub> : Existe uma associação positiva entre o tipo de remuneração e os indicadores de <i>performance</i> empresarial	Não validada
HI <sub>5</sub> : Os indicadores de <i>performance</i> empresarial influenciam a adoção do Modelo de <i>Corporate Governance</i>	Não validada
HI <sub>6</sub> : Os indicadores de <i>performance</i> empresarial influenciam a forma de remuneração	Não validada

Fonte: Elaboração própria.

A sua análise (Tabela 10) permite constatar, em sintonia com a análise e discussão dos resultados que foi efetuado ao longo deste epígrafe, que nenhuma das hipóteses de investigação levantadas foi validada, ainda que os resultados dos testes efetuados tenham permitido retirar outro tipo de conclusões que passamos a sistematizar no ponto que se segue.

## CONCLUSÃO, LIMITAÇÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO

Tendo em conta o contexto internacional e a importância crescente que tem sido dada à temática do CG, fruto das mais recentes crises financeiras que se abateram sobre as principais economias mundiais, bem como sobre os mercados de cotação de títulos, este estudo procurou, no âmbito das empresas cotadas no mercado bolsista português, identificar a relação existente entre as principais características do modelo de CG dominante em Portugal e o desempenho empresarial, com especial enfoque nos conflitos de agência. A ideia base em que se faz assentar o conceito de CG, entendido como um meio através do qual os *stakeholders* exercem o controlo da ação dos gestores e diretores da sociedade com o objetivo de ver protegidos os seus interesses (John & Senbet, 1998) permitiu desenvolver uma espécie de jogo de disputa de benefícios entre os vários *stakeholders* que não só justifica como releva para efeitos de estudo da problemática do CG na sua relação com os custos de agência. Assim, e uma vez identificados os problemas de agência nas relações entre gestores e acionistas ou entre os próprios acionistas e assumido que os modelos de proteção são uma forma de minimizar os custos de agência, a teoria da agência e os seus fundamentos estão intrinsecamente relacionados com os modelos de CG (Shleifer & Vishny, 1997).

Neste âmbito, foram analisadas as medidas de maior relevância de CG e a sua aplicação e de que forma os indicadores de *performance* empresarial influenciam a escolha do modelo de CG e o tipo de remuneração adotado pelas empresas. Ou seja, centrado no modelo de CG dominante nas empresas portuguesas cotadas e nas suas principais características, o estudo procurou não só discutir a sua influência na *performance* empresarial, com particular incidência no âmbito dos principais conflitos de agência, como também, e fundamentalmente, perceber em que medida podem os modelos de CG interferir ou ser utilizados para ver reduzidos estes problemas. Neste particular, procurou identificar qual o tipo de associação que se estabelece entre os indicadores de *performance* e o modelo de CG adotado, Anglo-saxónico ou Latino/Monista, bem como entre os indicadores de *performance* e o tipo de remuneração, fixa ou variável.

Para dar resposta aos objetivos propostos, geral e específico, foi selecionado um conjunto de empresas, num total de 42 empresas de direito nacional pertencentes ao *Euronext Lisbon*, e aplicados testes estatísticos (paramétrico *t-Student*, não paramétrico de associação de *Phi* e modelo *Logit*) que se julgaram os mais adequados para os resultados que se pretendia obter, e as principais conclusões a extrair do trabalho realizado, tendo presentes as seis hipóteses de investigação levantadas, são as que a seguir se enumeram:

1. O modelo de CG mais adotado pelas empresas cotadas em Portugal é o modelo Latino/Monista;

2. Nesta circunstância, os custos de agência entre acionistas majoritários e minoritários podem ocorrer porque os acionistas majoritários, ao controlarem a gestão e tomarem as principais decisões estratégicas da empresa, permitem-se satisfazer os seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas minoritários (La Porta et al., 2000; Fan & Wong, 2005). Neste sentido, a CMVM deve continuar a monitorizar, propor e a adotar recomendações em linha com o que fazem as instituições internacionais, nomeadamente a OCDE, para que seja possível controlar e limitar os custos de agência que surgem das relações entre os diversos intervenientes das empresas e dos mercados.
3. É que os custos de agência, ainda que não tenham sido calculados e quantificados de modo explícito neste estudo, estão a ele implícitos ou subjacentes, nomeadamente os custos de agência que derivam dos custos de fiscalização do “principal”, dos custos de ligação ao “agente”, das perdas residuais, dos custos entre *stakeholders* e gestores ou, ainda, dos custos entre acionistas majoritários e minoritários;
4. No que respeita à variável remuneração, foi possível concluir que o tipo de remuneração mais usual nestas empresas é de tipo variável (Jensen e Meckling, 1976; Morck et al., 2005);
5. No que diz respeito ao objetivo de estudar se “Existem diferenças entre os modelos de *Corporate Governance* (Anglo-Saxónico e Latino/Monista) relativamente aos indicadores de *performance* empresarial”, não foram identificadas diferenças, ou seja, os resultados aponta para a não existência de diferenças entre o modelo adotado e a *performance* empresarial, o que se traduz numa rejeição da 1.<sup>a</sup> hipótese de investigação. Os resultados obtidos não permitiram validar H1, resultado que não se apresenta em sintonia com as fontes empíricas consultadas (Campos, 2015; Ferreira, 2013);
6. A 2.<sup>a</sup> hipótese de investigação colocada “Existem diferenças por tipo de remuneração (fixa e variável) relativamente aos indicadores de *performance* empresarial”, concluiu-se que apenas dois os indicadores de *performance* utilizados (Cotação Bolsista e Dimensão do CA) apresentem significância estatística, pelo que H2 também não é validada. Também aqui o resultado obtido não corrobora a teoria (Jensen & Meckling, 1976; Batista, 2009);
7. Relativamente à H3, “Existe uma associação positiva entre os modelos de *Corporate Governance* e os indicadores de *performance* empresarial”, apenas dois dos indicadores de *performance* (Número de Administradores e Número de Administradores Independentes) dos oito indicadores estudados são estatisticamente significativos. De referir, porém, que para a maioria destas variáveis (todas à exceção da Concentração Acionista) foi identificada uma associação positiva, fraca a moderada, com o modelo de CG. Contudo, e dada a não significância de parte das variáveis rejeita-se também a 3.<sup>a</sup>

hipótese de investigação (H1<sub>3</sub>). Conclui-se, a este respeito, que existe uma associação positiva entre a variável modelo de CG e a *performance* empresarial, ainda que esta associação não seja estatisticamente significativa;

8. No que respeita à 4.<sup>a</sup> hipótese de investigação levantada, “Existe uma associação positiva entre o tipo de remuneração e os indicadores de *performance* empresarial”, os resultados indicam que a variável tipo de remuneração se associa de forma positiva, fraca a moderada com os indicadores de *performance* excetuando-se, também aqui e mais uma vez, a variável Concentração Acionista. No entanto, os indicadores de *performance* associados não são todos estatisticamente significativos, pelo que se rejeita a hipótese de investigação H1<sub>4</sub>. Os resultados obtidos permitem, contudo, concluir que há uma associação positiva entre a variável remuneração e o desempenho empresarial das empresas cotadas em Portugal, ainda que esta associação não seja estatisticamente significativa;
9. Relativamente à H1<sub>5</sub>, levantada com o objetivo de identificar se “Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a adoção do Modelo de *Corporate Governance*”, os resultados obtidos, ainda que não permitam confirmar esta hipótese de investigação, levam a concluir que uma parte dos indicadores de *performance* apresentam resultados que estão em linha com a teoria (Baysinger & Butler, 1985; Yermack, 1996; Sardinha, 2014). Ou seja, apesar dos resultados alcançados no estudo não se mostraram particularmente robustos, conclui-se que o Número de Administradores Independentes e que a Cotação Bolsista influenciam de forma estatisticamente significativa a escolha do modelo de CG por parte das empresas. Uma Cotação Bolsista elevada aumenta a probabilidade de ser adotado o modelo Anglo-saxónico, modelo mais propenso à existência de remunerações variáveis e onde, neste particular, a existência de custos de agência se tornam mais prováveis de acontecer. Conclusão corroborada por Batista (2009) que considera que no modelo Anglo-saxónico a gestão tem o poder de tomar decisões e essas decisões frequentemente são de acordo com os seus interesses, o que leva, inevitavelmente, a problemas de agência; e
10. Por fim, e no que respeita à 6.<sup>a</sup> hipótese de investigação levantada, “Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a forma de remuneração”, os resultados obtidos também não a permitiram validar. Ou seja, H1<sub>6</sub> foi rejeitada dada a não significância estatística de todos os indicadores de *performance* estudados. Não obstante isso, e também aqui, se conseguiu obter resultados estatisticamente significativos para a variável Remunerações, nomeadamente através da perceção de que as empresas cotadas portuguesas privilegiam remunerações variáveis à medida que aumenta a dimensão do CA. As fontes empíricas consultadas não permitem, porém, confirmar ou desmentir esta conclusão.

As conclusões elencadas e extraídas dos principais resultados alcançados levam-nos a concluir, também, que estes não foram assertivos e ao encontro do objetivo de validação das hipóteses de investigação. Aliás, alguns dos resultados obtidos foram até contrários aos esperados. As seis hipóteses de investigação levantadas foram todas rejeitadas. Ainda que para algumas delas os resultados se tenham apresentado concordantes com o esperado, a não significância estatística das variáveis acabou por se traduzir na não validação das hipóteses de investigação levantadas e por limitar os resultados e as conclusões do presente estudo.

Uma das principais limitações identificadas está relacionada com a dimensão da amostra e com a informação disponível. A sua reduzida dimensão e o facto de algumas empresas não disponibilizarem, para análise, os seus Relatórios de CG, condicionou, sobremaneira, os resultados obtidos. A reduzida dimensão da amostra retira, também, significância estatística ao estudo e não permite a obtenção e/ou identificação da existência de associações, diferenças ou influências entre as variáveis. A reduzida dimensão da amostra limita, ainda, a “exportação” destes resultados em outros países.

Contudo, as fraquezas ou limitações devem ser encaradas como oportunidades futuras. Neste sentido, as limitações identificadas abrem pistas para o desenvolvimento de novas linhas de investigação, através da seleção de uma amostra mais abrangente, que englobe mercados de outros países, de forma a dar mais robustez aos resultados obtidos. Para além da dimensão da amostra outras variáveis, dependentes e independentes, podem e devem ser consideradas em estudos futuros. No que respeita às variáveis de *performance* podem ser seleccionadas e adicionadas ao modelo o EBITA, a Dimensão da Empresa, com base no número de trabalhadores, ou o próprio Resultado Líquido do Período, com o propósito de incluir indicadores de *performance* mais diversificados e, nessa medida, mais capazes de contribuir para a obtenção de resultados que possam eventualmente ser mais precisos e significantes. Recomenda-se, também, e fundamentalmente, um estudo centrado nas principais conclusões desta investigação porquanto a não validação das hipóteses levantadas, contrariamente ao que seria esperado à luz da teoria, justifica uma maior reflexão com o objetivo de confirmar os resultados obtidos. Pode ainda ser desenvolvida uma investigação que utilize a quantificação dos custos de agência que se geram nas diferentes relações entre os diferentes “atores” no mercado.



## REFEREÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Ali, C.B. (2014). *Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Disclosure*. IPAG Business School.
- Abreu, J. (2007). An Agency Theory Approach to the Determinants of Dividend Policy: Evidence from the Portuguese Stock Market. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 28, 36-50.
- Ahmed, H. (2009). Managerial Ownership Concentration and Agency Conflict using Logistic Regression Approach: Evidence from Bursa Malaysia, *Journal of Management Research*, 1, (1).
- Almeida, G., Almeida, L., & Ness, W. (2002). *A Governança corporativa no setor de telecomunicações Brasileiro*. In Encontro Brasileiro de Finanças. Rio de Janeiro: Ibemec.
- Andersson, M. (1999). *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*. OCDE 1999.
- Arrow, K. (1968). The Economics of Moral Hazard: Futher Comment. *American Economic Review*, 537-539.
- 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*, 1(1), 71-84.
- Bank for International Settlements (2012). *Core Principles for Effective Banking Supervision*.
- Batista, C. D. B. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de Corporate Governance em Portugal*. Tese de Mestrado, Faculdade de Economia do Porto – Universidade do Porto.
- Baysinger, D., & Butler, H. (1985). *Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*, 1(1), 101-124.
- Bebchuk, L. (1999). *A Rent-protection Theory of Corporate Ownership and Control*, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Becht, M. Bolton, P. Roell, A. (2005). *Corporate Governance and Control*. ECGI Working Paper Series in Finance.
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*, New York, Macmillan.
- Bhagat, S., & Black, B. (2001). The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance, *Journal of Corporation Law*, 27, 231-274
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: Recent Evidence. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- Brickley, A., Coles, L., & Terry, L. (1994). Outside directors and the adoption poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35, 371-390.
- Câmara, P. (2001). O Governo das Sociedades em Portugal: uma Introdução. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 12.
- Campos, L. (2015). *Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal*. Dissertação de Mestrado – Instituto Politécnico de Bragança, Portugal.

- Choo, M. (2005). Law and Corporate Governance. *Annual Review of Law and Social Science*, (1), 61-84.
- Clark, R. (2005). Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too. *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, (525).
- Coffee, J. (2001). Do norms matter? A cross-country evaluation. *University of Pennsylvania Review*, (149), 2151-2177.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005). *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*. Lisboa: CMVM.
- Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários, (2013). *Código de Governo das Sociedades da CMVM 2013*.
- Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários, (2015). *Código de Governo das Sociedades da CMVM 2014*.
- Cramer, J.S. (2003). *The origins and development of the logit model*. Logit Models from Economics and Other Fields. Ch.9. Cambridge University Press
- David, R., & Brierley, J. (1985). *Major Legal Systems in the World Today*. (3). Londres: Stevens and Sons.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2002). Private Benefits of Control: An International comparison. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14, (1), 57-74.
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88, (2), 288-307.
- Fan, J., & Wong, T. (2005). Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia. *Journal of Accounting Research*, 43 (1), 35-72.
- Ferreira, D. (2013). *Relação entre a Remuneração do Conselho de Administração, o desempenho financeiro das empresas e a responsabilidade social na Península Ibérica*. Instituto Politécnico de Leiria, Leiria.
- Frydman, C. & Saks, R. (2008). Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936 – 2005. *Oxford University Press*, 23, (5), 2100-2138.
- Ghoul, S., Guedhami, O., Lennox, C., & Pittman, J. (2007). *Ownership Structure, Agency Problems, and Auditor Choice: Evidence from Western European Firms*, Hong Kong University of Science and Technology.
- Gibbons, R., Murphy, R. (1989). *Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers*, National Bureau of Economic Research.
- Gomez, L., Wiseman, R., & Dykes, B. (2005). Agency Problems in Diverse Contexts: A Global Perspective. *Journal of Management Studies*, 42, (7), 1507-1517.
- Gomez, P., & Russell, D. (2005). Boards of Directors in an Era of Corporate Scandal: An Examination of the Question of Motivation of Non-Executive Directors. *European Academy of Management (EURAM) 5th Annual Conference*, Munich.

- Gregory, H., & Simmelkjaer, R. (2002). *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States. Final report & Annexes I-III*. New York: Weil, Gotshal & Manges, LLP.
- Harm, C. (2000). The limits of Corporate Governance: An examination of the manager-shareholder conflict. *University of Münster*.
- Hastori, Siregar, H., Sembel, R., & Maulana, N. (2015). Agency Costs, Corporate Governance and Ownership Concentration: The Case of Agro-industrial Companies in Indonesia, *Canadian Center of Science and Education*.
- Hosmer, D., & Lemeshow, S. (2000). *Applied Logistic Regression*, 2 Ed, Walter A. Shewhart, Samuel S. Wilks.
- Instituto Português de Corporate Governance (2014). *Código de Governo das Sociedades*.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, C., & Murphy, K. (1990). *CEO Incentives - It's Not How Much You Pay, But How*. *Harvard Business Review*, 3, 138-153.
- Jensen, C., & Smith, W. (1985). Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory, *Theory of the Firm*, 1.
- Johnson, S., La Porta, R., Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90, (2), 22-27.
- 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.
- John, K., & Senbet, L. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22, 371-403.
- Jordan, C., (2012). Cadbury Twenty Years On. *Georgetown Public Law: Center for Transnational Legal Studies Paper*, 4.
- Kirkpatrick, G., & Jesover, F. (2005). The Revised OECD principles of Corporate Governance and their relevance to non-OECD Countries, 13 (2), 127-136.
- Kumar, N., & Singh, J. (2013). Global Financial Crisis: Corporate Governance Failures and Lessons, *Journal of Finance. Accounting and Management*, 4 (1), 21-34.
- La Porta, R. Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, 106 (6), 1113-1155.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, pp. 3-27.
- Leech, D. (2001). Shareholder Voting Power and Corporate Governance: A Study of Large British Companies. *Nordic Journal of Political Economy*, 27, (1), 33-54.
- Lethbridge, E. (1997). *Governança Corporativa. Revista do Banco Nacional do Desenvolvimento*, (8), 1-16.

- Linck, J., Netter, J. e Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of the Financial Economics*, (87), 308-328.
- Luís, C. (2012). *A avaliação da performance empresarial, as métricas tradicionais versus as métricas baseadas no valor*. Tese de Mestrado. Instituto Politécnico de Lisboa, Lisboa.
- Machado, D. (2015). *A remuneração dos administradores nas sociedades cotadas: determinantes e enquadramento legal*. Tese de Mestrado. Universidade de Coimbra, Coimbra.
- Mâroco, J. (2010). *Análise de Equações Estruturais: Fundamentos teóricos, software & Aplicações*. Pero Pinheiro: Report Number.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43 (3), 655-720.
- Morck, R., A. Shleifer e R. Vishny (1988), Management Ownership and Market Valuation. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Mota, N. (2003). *Ownership Structure and Firm Performance: the Portuguese evidence*. Tese de Mestrado. Universidade do Porto, Porto.
- Moussu, C., & Petit-Romec, A. (2013). *ROE in Banks: Myth and Reality*. Paris.
- Nascimento, R. (2009). *Remuneração dos administradores e o desempenho da empresa: o caso português*. Tese de Mestrado. Faculdade de Economia do Porto, Porto.
- OCDE (1999), *OCDE principles of Corporate Governance. Organization for Economic Co-operation and Development*. Bruxelas: OCDE.
- OCDE (2004). *Principles of Corporate Governance*. Paris.
- OCDE (2009). *Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and main Messages*. Bruxelas: OCDE.
- OCDE (2015). *Corporate Governance Factbook*. Bruxelas: OCDE.
- Oliveira, C. (2014). *Gestão de Risco no sector automóvel D – o caso do Grupo Soluções Automóveis Globais*. Tese de Mestrado. Instituto Politécnico de Lisboa, Lisboa.
- Ooghe, U., & Vuyst, V. D. (2001). The Anglo-Saxon Versus the Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of the Board Composition in Belgium. *Vlerick Leuven Gent Management School*.
- Primack, S. (2012). *The Financial Impact of the Sarbanes-Oxley Act on Small vs. Large US Public Companies*. Senior Honors Thesis, University of California.
- Ratnatuga, J. (2004). Empowerment Accounting: The Role of Financial Statements in the Shift from the Informational to the Influential Paradigm. *Journal of Management Accounting Research*, 2 (2), 1-16.
- Relatório Cadbury (1992), *Report of The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London: Gee.
- Ribeiro, N. (2014). *A relação entre o Governo das Sociedades e a Responsabilidade Social: Estudo de caso das empresas cotadas no PSI20*. Dissertação de Mestrado - Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Portugal.

- Roe, M. (2003). Political determinants of Corporate Governance: political context, corporate impact. Oxford: Oxford University Press.
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63, (2), 134-139.
- Santos, J. (2009). *Corporate Governance Desenvolvimentos Recentes e a Realidade Portuguesa*. Dissertação de Mestrado – Universidade Aberta, Portugal.
- Santos, S., & Barbosa, P. (2010). *Sustainable Governance: empresas portuguesas no contexto Internacional*. Sustentare.
- Sarbanes Oxley Act, (2002), Public Law, 107-204.
- Sardinha, A. I. C. (2014). Os determinantes da adopção dos modelos de Corporate Governance nas empresas do mercado bolsista da Península Ibérica. Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Bragança.
- Sarmiento, E., & Nunes, A. (2013). *A evolução da Concentração Sectorial em Portugal entre 1985 e 2006: a perspetiva do Índice de Hirschman-Herfindahl*. Documentos de Trabalho em Economia. Universidade de Aveiro: Aveiro.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 2, 737-783.
- Short, H., Keasey, K., Wright, M., & Hull, A. (1999), Corporate governance: from accountability to enterprise. *Accounting and Business Research*, 29, (4), 337-352.
- Silva, A. S. Vitorino, A. Alves, C. F. Cunha, J. A. & Monteiro, M. A. (2006). Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal. Instituto Português de Corporate Governance.
- Smith, A. (1776). *Riqueza das Nações*. (7). Portugal: Fundação Caloust Gulbenkian.
- Stammerjohan, W. (2004). CEO Compensation and Subsequent Firm Performance: An Empirical Investigation. *Corporate Ownership & Control*, 2, (1).
- Viera, I., Jorge, M. & Canadas, M. (2009). *Corporate Governance, Ethics and Social Responsibility: Comparing Continental European and Anglo-Saxon Firms*. Instituto Politécnico de Leiria, Portugal.
- Sun, S., & Li, X. (2014). Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from the 2003 Tax Cut.
- Turnbull, S. (2011). Toward a Good Society in the Twenty-First Century. Palgrave Macmillan US, Ed. *Achieving Environmental Sustainable Prosperity, prosperity (75-103)*.
- Weston, J. & Brigham, F. (2004). Fundamentos da administração financeira. 10 Ed. São Paulo: *Pearson Makron Books*.
- Winter, J. (2011). The Financial Crisis: Does Good Corporate Governance Matter and How to Achieve it?, *Duisenberg school of finance*, 14.
- Wong, S. (2009). Uses and Limits of Conventional Corporate Governance Instruments: Analysis and Guidance for Reform – Part One. *Private Sector Opinion*.
- World Investment Report (2010), Investing in a Low-Carbon Economy, United Nations Publication.

- Yeoh, P. (2010). Causes of the global financial crisis: Learning from the competing insights. *International Journal of Disclosure and Governance*, 7, 42-69.
- Yermack, D. (1996). Higher Market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
- Zajac, E., & Westphal, J. (2004). The Social Construction of Market Value: Institutionalization and Learning Perspectives on Stock Market Reactions. *American Sociological Review*, 69, 433-457.
- Zimmerman, J. (1997). *Accounting for Decision Making and Control*. Boston, Irwing.