



Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: Um estudo de caso das empresas cotadas em Portugal

Tipologia do trabalho: Comunicação

Lira Vitorio Campos

ESTiG - Instituto Politécnico de Bragança (IPB); e-mail: liravictorio@hotmail.com

Amélia Maria Martins Pires

ESTiG - Instituto Politécnico de Bragança (IPB)

Investigadora da Unidade de Investigação Aplicada em Gestão (UNIAG)

Tel.: +351 273 303 107

Campus de Sta. Apolónia, 5300-253 Bragança, Portugal

Paula Odete Fernandes

ESTiG - Instituto Politécnico de Bragança (IPB)

UNIAG; NECE (UBI); e-mail: pof@ipb.pt

Este trabalho é financiado por Fundos Nacionais através da Fundação para a Ciência e a Tecnologia no âmbito do projeto **UID/GES/04752/2016**

Resumo

As divergências de interesses nas relações estabelecidas numa organização moldam a atuação dos acionistas e gestores e tem consequências no seu desempenho. Esta problemática entronca na questão dos modelos de *Corporate Governance* (CG) e assume particular relevância no momento que vivemos. Neste contexto, tomando por base uma amostra de 48 empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa (Portugal), procurou-se verificar a existência de uma associação positiva entre as características do modelo de CG mais utilizado em Portugal e o desempenho empresarial a partir de oito hipóteses de investigação. Os resultados obtidos permitiram validar cinco dessas hipóteses, levando a concluir que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho empresarial e as variáveis modelo de CG, dimensão do Conselho de Administração (CA), número de membros independentes no CA, existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de *Chief Executive Officer* (CEO) e independência do CEO.

Palavras-Chave: *Corporate Governance*; Desempenho; EBITDA; PSI20.

Introdução

A necessidade de estudar em que medida os sistemas de CG cumprem o seu papel na monitorização e gestão de resultados não é uma questão recente mas ganhou relevo com a crise financeira e social que proliferou um pouco por todo o mundo e que não só permitiu ganhar uma maior perceção de que o sucesso das empresas e os benefícios para os diferentes *stakeholders* não se fazem depender exclusivamente da maximização do lucro no curto prazo (Faria, 2013) como também proporcionou uma maior consciencialização relativamente ao facto de que os gestores tendem a agir em função dos seus interesses ao invés de atuarem em função dos interesses dos acionistas.

É no âmbito desta problemática que se desenvolve o presente estudo, que tem como objetivo geral procurar identificar algum tipo de relação entre os modelos de CG e o desempenho empresarial em Portugal e, adicionalmente, estabelecer algum tipo de relação do desempenho empresarial com as principais características do modelo de CG e com o setor de atividade. De referir que se está em presença de uma investigação inédita (*e.g.*, Duarte, 2007; Faria, 2013; Fernandes, 2014; Carvalho, 2015). Muitos foram os estudos que analisaram a relação entre CG e o desempenho (Gompers, Ishii & Metrick,

2003; Klapper & Love, 2004; Durnev & Kim, 2005; Black, Jang & Kim, 2006) e ainda que a maioria aponte para a existência de uma relação positiva, os resultados são ainda limitados e inconclusivos.

Nesta circunstância, pretende-se contribuir para enriquecer a discussão em torno da existência de uma eventual associação entre os modelos de CG e o desempenho empresarial e, neste âmbito, procurar instar da hipotética relação entre algumas variáveis que decorrem do modelo de CG, como sejam a dimensão do Conselho de Administração (CA), o número de membros independentes no CA, a atribuição dos cargos de *Chairman* e de *Chief Executive Officer* (CEO) (à mesma pessoa ou a pessoas diferentes), a política de remuneração ou a independência do CEO e como indicador de desempenho o *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA).

Com efeito, o trabalho será desenvolvido tomando por base uma metodologia de natureza quantitativa, utilizando como amostra um conjunto de empresas do universo das empresas cotadas em Portugal, e as observações respeitam aos anos de 2011, 2012 e 2013. Segundo Ittner e Larcker (2002) este tipo de investigação pode ser a única forma de compreender as variáveis e as relações que se estabelecem entre elas. Em conformidade, e para lhe procurar dar resposta, este trabalho desenvolve-se, para além desta introdução e respetivas conclusões, a partir de duas grandes componentes. Uma primeira, de enquadramento teórico, com o objetivo de fazer uma revisão de literatura e discutir a problemática que suportará a segunda parte, a que corresponde à componente empírica desta investigação. O enquadramento teórico será construído de forma a permitir dissecar em torno da origem e conceito de CG e respetivos modelos, nomeadamente dos princípios e regras que os suportam. A componente empírica compreende a descrição e justificação da metodologia, a definição e caracterização da amostra, as hipóteses de investigação e a consequente apresentação e discussão dos resultados. Por fim, serão apresentadas as principais conclusões a retirar do trabalho a realizar, tal como já se teve oportunidade de referir, e uma sistematização dos seus contributos, limitações e sugestões para trabalhos futuros.

1. Enquadramento Teórico

Este ponto do trabalho está suportado numa revisão de literatura suficientemente capaz de permitir dissecar em torno da problemática do CG e dar suporte à componente empírica desta investigação. Compreende uma perspetiva geral acerca da origem e conceito, dos

sistemas e respetivos modelos, o seu papel e contributos para o desempenho empresarial e uma sistematização dos principais resultados das fontes empíricas consultadas.

1.1. *Over View*

Uma das primeiras referências ao CG surge associada ao caso “*Watergate*”, um dos maiores escândalos político-financeiros da década de 70 e que muito contribuiu para a maior perceção sobre a inadequação dos mecanismos de controlo e direção empresarial da altura. Na Europa o conceito surge geralmente associado à publicação, em 1992, do Relatório *Cadbury* (Poças, 2012; Silva, Vitorino, Alves, Cunha & Monteiro, 2006), ainda que tenham sido muitos os fatores que contribuíram para a importância e crescimento desta problemática e de que são exemplo a vaga de privatizações das duas últimas décadas do século XX, que colocaram a questão de como as empresas privadas deveriam ser dirigidas e controladas, a reforma dos fundos de pensões e o crescimento da poupança privada, fundamentalmente a canalizada para os planos de contribuição definida de investidores institucionais, os processos de fusão e aquisição, a desregulamentação e integração dos mercados de capitais e uma série de escândalos financeiros protagonizados um pouco por todo o mundo, dos Estados Unidos da América à Europa, e que levaram à falência de um número significativo de grandes empresas (Rodrigues, 2009). Em Portugal o interesse em torno das práticas de CG viria a manifestar-se apenas em 1999, com a validação, pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), de um conjunto de recomendações relativas a regras de conduta a observar no exercício do CG das empresas admitidas à negociação. Aliás, é no âmbito do direito das sociedades e mercado de valores mobiliários que se encontram os primeiros textos legislativos sobre o CG pelo que é também aqui que estão os primeiros contributos e os elementos impulsionadores destas práticas (Silva, et al., 2006).

Ao nível do conceito, o CG surge identificado com um conjunto de restrições e limitações implementadas pelos acionistas sobre os gestores ou pelos gestores sobre eles mesmos (Silveira, 2002) e traduzidas na adoção de práticas de bom governo capazes de suscitar confiança e potenciar o desempenho das empresas (IPCG, 2014) ou como um conjunto de práticas e processos formais de supervisão da gestão que visam preservar os interesses dos acionistas e minimizar os conflitos de interesses entre estes (os acionistas) e demais envolvidos (Leal, Ferreira & Silva, 2002) com o objetivo de assegurar, em simultâneo, os interesses dos acionistas e a maximização do valor da empresa (Crowther & Sefi, 2011). Numa aceção jurídica, traduz-se na repartição e controlo do exercício do poder de direção

nas sociedades comerciais, com particular destaque para o modo como as empresas devem ser governadas (Vaz, 2011).

A simples possibilidade dos gestores de empresas com capital aberto poderem deliberar de modo desfavorável aos interesses dos acionistas incita à existência de mecanismos que auxiliem na prossecução dos fins para os quais a empresa foi criada com o objetivo de diminuir as perdas associadas à separação do controlo e da propriedade (Fernandes, 2014) e, por essa via, conseguir a eficiência máxima (Monks & Minow, 2008; Sartori, 2011), a promoção da competitividade e, simultaneamente, alimentar a confiança nos mercados de capitais e desenvolver a estabilidade financeira e o crescimento económico (OCDE, 2004; Davis, 2005). Estes mecanismos mais não são do que práticas e processos de CG (Fernandes, 2014). Admitindo que os agentes exercem grande influência nas decisões que são tomadas dentro da empresa, ao ponto de influenciarem significativamente a eficiência empresarial (Douglas, 2009), a atitude dos gestores face à empresa pode favorecer os acionistas sem desconsiderar os interesses de outros *stakeholders*, transferir valor entre diferentes *stakeholders* ou extinguir valor (Rocca, 2007). Por outro lado, a ineficiência dos mercados, decorrente da existência de assimetrias de informação, pode conduzir os agentes a presumirem que os gestores tendem a defender os seus interesses e não os dos acionistas (Costa & Santos, 2011). É no quadro desta problemática que os mecanismos ou modelos de CG adquirem particular relevância e se assumem como sistemas de gestão e controlo que visam equilibrar as relações entre a gestão, a administração e os acionistas (Santos, 2009; Batista, 2009; Crowther & Sefi, 2011; Almeida, 2014; IPCG, 2014). Neste contexto, os modelos de CG devem ser entendidos como um mecanismo de atribuição dos direitos e responsabilidades dos diferentes participantes na empresa (*stakeholders*), que define e pormenoriza as regras e procedimentos para a tomada de decisões e que fornece a estrutura desejada para a definição dos objetivos da empresa assim como os meios para os atingir (Clarke, 2007; Almeida, Santos, Ferreira & Torres, 2010; Esperança, Sousa, Soares & Pereira, 2011). Neste sentido, adquire igual relevância a qualidade das práticas do CG porque são estas que representam a fonte de informação que auxilia no processo de tomada de decisão (Ariff, Ibrahim & Othman, 2007; Ferreira, 2009; Douglas, 2009; Jordão, Souza & Teddoc, 2012).

1.2.Sistemas de *Corporate Governance*

Nas últimas décadas, em resultado de fenómenos como a globalização económica e financeira, do desenvolvimento dos mercados de capitais, da internacionalização das

empresas e da própria evolução tecnológica, temos vindo a assistir, um pouco por todo o mundo, ao envolvimento do CG nos diferentes ramos do direito, ainda que com maior relevo no direito das sociedades e dos valores mobiliários (Oman, Fries & Buitter, 2003; Silva, et al., 2006; Esperança, et al., 2011). Neste particular, o sistema jurídico-legal é a capacidade que a lei tem para assegurar a proteção dos investidores relativamente à expropriação de que podem vir a ser alvos por parte dos gestores ou acionistas maioritários (La Porta, Silanes & Shleifer, 2008; Costa & Santos, 2011). A tradição legal é o elemento que mais ajuda a justificar a estrutura de propriedade, confirmada pela existência de uma correlação negativa entre a concentração de propriedade e a proteção dos investidores, e que melhor explica o menor desenvolvimento dos mercados de capitais, como é o caso dos países de tradição *civil law*, onde a proteção dos investidores é menor. Nos países caracterizados por sistemas legais de tipo *civil law* o CG é essencialmente definido pelo poder das instituições financeiras e pela grande concentração do controlo do negócio nas grandes famílias, o que determina a não existência de um mercado de capitais expressivo e ativo e com elevada liquidez. Por sua vez, nos de sistema *common law* os investidores institucionais são os grandes acionistas, os que detêm uma parte significativa das ações cotadas, pelo que a posição individual dos acionistas em cada empresa tem pouca relevância (La Porta, et al., 2008). Comparativamente, os países com um sistema legal assente no *common law* têm um sistema de proteção legal mais convincente, demonstram ser mais exigentes ao nível da divulgação de informação e apresentam uma maior abertura para os pequenos acionistas poderem demonstrar a existência de comportamentos ilícitos (Djankov, La Porta, Silanes & Shleifer, 2008; Esperança, et al., 2011). Estas duas correntes legais, *civil law* e *common law*, dão expressão aos dois grandes sistemas de CG (Batista, 2009):

- i. O continental, onde o controlo é exercido pelos acionistas maioritários que controlam a gestão e tomam as principais decisões estratégicas (Silva, et al., 2006). Quanto à estrutura dos órgãos de administração predomina o modelo dualista (dois órgãos), o Conselho de Administração (CA) e o Conselho de Supervisão (CS) ou Conselho Geral (CGe) (Batista, 2009), ainda que em Portugal impere o modelo monista (Esperança, et al., 2011); e
- ii. O anglo-saxónico, suportado na ideia de que os mercados são descentralizados e autorregulam-se (Batista, 2009). Apresenta como elementos distintivos a dispersão de capital (Esperança, et al., 2011) e como elementos basilares a estrutura e modo de funcionamento do CA.

A caracterização que se conhece não torna fácil escolher um em detrimento do outro mas antes sugere que se olhe para as características que emergem da envolvente porque são estas que ajudam a explicar a diversidade de estruturas acionistas e de mecanismos de proteção de interesses dos investidores e outros *stakeholders* (Vaz, 2011). Aliás, é na base destas diferenças que se justificam estes dois sistemas e que encontram suporte os principais modelos de CG (Batista, 2009).

1.3. Modelos de *Corporate Governance*

Não obstante os esforços no sentido de harmonizar práticas e procedimentos, os aspetos de natureza sociocultural e legal formam ou determinam a relação entre as administrações das empresas e os seus acionistas e outros grupos (Reis, 2013), pelo que é possível identificar distintos modelos de CG, de entre os que se destacam:

- i. O Anglo-saxónico, de tradição *common law*, surge orientado para o mercado, pelo que coloca o enfoque na proteção dos acionistas (Andrade & Rossetti, 2006). O governo das empresas é constituído por: (i) Assembleia Geral (AG); (ii) Conselho Fiscal (CF); e (iii) CA que, por sua vez, inclui uma Comissão de Auditoria (CAu) e um Revisor Oficial de Contas (ROC), com a fiscalização a ser feita pelo próprio órgão (Batista, 2009). Dada a elevada dispersão do capital existe a possibilidade de delegação das responsabilidades de gestão, o que torna possível que o controlo efetivo se faça através de acordos entre acionistas (Barca & Becht, 2001);
- ii. O Alemão, onde uma parte significativa do capital tenda a ser controlada por acionistas maioritários e instituições financeiras (Leal & Camuri, 2008; Andrade & Rossetti, 2006). Modelo fortemente caracterizado por conselhos compostos por duas categorias e onde os acionistas, os sindicatos e os empregados representam os membros de um conselho supervisor que elege o CA. O presidente do CA não é propriamente um CEO, ao estilo anglo-saxónico, porque divide com o CA a tomada de decisões estratégicas e as mais importantes decisões de gestão (Andrade & Rossetti, 2006); e
- iii. O Latino-Europeu ou Monista, onde o controlo dos acionistas está concentrado e se reflete na relação que se estabelece entre a propriedade e a gestão, que determina a forma como são compostos os CA e as regras de funcionamento (Andrade & Rossetti, 2006). É um modelo constituído por três órgãos, a AG, o CA e o CF ou Fiscal Único (FU) que, tratando-se de um modelo latino reforçado, inclui um ROC. Os membros do CA são executivos e não executivos e AG tem

poder suficiente para, quando entender, retirar membros do CA (BATISTA, 2009).

1.4. Contributo do *Corporate Governance* para o desempenho empresarial

Como assegurar crescentes níveis de eficiência e compatibilizá-los com os interesses dos acionistas e como lidar com os interesses dos *stakeholders* e compatibilizá-los com o desempenho da empresa é o desafio que se impõe. A resposta passa necessariamente por perceber em que medida o CG afeta o desempenho empresarial (Smith, 1776), em particular num momento em que a separação entre propriedade e gestão se apresenta como uma característica fundamental de uma economia de mercado (Iskander & Chamlou, 2000; Learmount, 2002; Walkner, 2004).

As questões do CG colocam-se sempre que um investidor tem uma perspetiva do exercício do controlo diferente daquele que vem sendo exercido pelo gestor e será tanto maior quanto maior for a dispersão de capital (Becht, Bolton & Röell, 2003). É no centro desta conflitualidade, expectativas dos *stakeholders* e os conflitos de interesses entre proprietários (*shareholders*) e gestores (controlo), que se situa o CG, enquanto elemento que combina leis, regulamentos, procedimentos, práticas e regras implícitas capazes de permitirem a uma qualquer empresa ter um desempenho eficiente e maximizar o valor para o *shareholder* ao mesmo tempo que responde aos interesses dos *stakeholders* (Iskander & Chamlou, 2000). A separação entre propriedade e gestão permite obter vantagens ao nível do crescimento da atividade empresarial mas produz divergências de interesses (Fernandes, 2014) e desencadeia conflitos (Esperança, et al., 2011; Reis, 2013). Neste âmbito, importa assegurar que os mecanismos de CG sejam capazes de garantir uma eficiente afetação de recursos e a minimização dos custos de agência (Gillan, 2003, Duarte, 2007; Almeida, et al., 2010). Ou seja, o bom CG serve-se de ferramentas de controlo e análise para minimizar os conflitos de agência, otimizar os resultados da empresa e contribuir para a sua continuidade (Arruda, Madruga & Júnior, 2008; Sardinha, 2014; Fernandes, 2014).

A literatura compreende já um conjunto de estudos que se debruçaram sobre a relação entre CG e/ou as características do modelo de CG, o valor e o desempenho das empresas (Gompers, et al., 2003; Klapper & Love, 2004; Durnev & Kim, 2005; Black, et al., 2006) e, ainda que a maioria aponte para a existência de uma relação positiva entre CG e desempenho empresarial, os resultados obtidos são, por agora, inconclusivos ou pouco

esclarecedores, como se pode comprovar a partir da análise à tabela 1 onde se apresenta uma súmula das principais conclusões das fontes empíricas consultadas.

Tabela 1: Principais resultados das fontes empíricas consultadas.

Autor(es)	Conclusões/Resultados
Bøhren e Ødegaard (2005)	Com base em metodologias alternativas obtiveram resultados contraditórios: (i) existência de uma relação estatisticamente significativa entre CG e desempenho; e (ii) existe uma relação entre o CG e o desempenho mas não estatisticamente significativa.
Gompers, et al. (2003)	As práticas de CG estão positivamente relacionadas com o desempenho.
Klapper e Love (2004)	Existência de uma relação positiva entre CG e desempenho.
Durnev e Kim (2005)	As práticas de CG e o desempenho estão positivamente relacionadas e as empresas com melhor CG têm melhor desempenho.
Black, et al. (2006)	Ainda que não tenham obtido evidência de que as empresas com melhor CG são mais lucrativas identificaram a existência de uma relação significativa entre o preço da ação e a existência de membros independentes no CA.
Silva (2009)	As melhores práticas de CG têm impacto nos títulos de capital da empresa, tornando-os mais atrativos e, conseqüentemente, facilitam a sua emissão.
Luo e Jackon (2012)	Não foi possível concluir pela existência de uma relação significativa entre o crescimento do valor da empresa e a remuneração dos principais executivos.
Chhaochharia e Grinstein (2009)	A remuneração do CEO tende, na maior parte das empresas, a reduzir com a presença de investidores institucionais.
Barontini e Bozzi (2011)	Não existe impacto significativo das boas práticas CG no desempenho.
Sousa (2011)	Existe uma relação negativa entre a compensação dos administradores e a existência de uma remuneração variável.
Mota (2011)	Não existe relação entre a performance empresarial e a concentração da propriedade do capital e/ou a dimensão e estrutura do CA.
Vieira, Valquez, Losekann e Ceretta (2011)	Não se poder inferir que as práticas de CG contribuam expressivamente para as variações no desempenho e na estrutura de capital das empresas.
Rodrigues (2012)	A dimensão do CA tem uma relação positiva e significativa na explicação da variação do desempenho empresarial.
Faria (2013)	A adoção das melhores práticas de CG está relacionada com o desempenho financeiro.
Sousa (2013)	Existe uma relação direta e significativa no cumprimento das recomendações de CG quando há uma maior intervenção do auditor financeiro externo.
Silva, Senna, Júnior e Senna (2014)	Os princípios associados ao CG têm uma forte ligação com a tomada de decisão, o desempenho e o controlo das empresas.
Carvalho (2015)	O modelo de CG do Banco Espírito Santo (BES) tinha deficiências, face às recomendações do regulador, o que poderá ter potenciado e precipitado a falência.

2. Componente Empírica

Tratando-se de uma investigação teórico-empírica esta epígrafe, para além de recordar o objetivo do trabalho, compreende uma breve caracterização da amostra e do processo de recolha de dados, os fundamentos para o desenvolvimento das hipóteses em estudo, os métodos estatísticos utilizados, a validação das hipóteses de investigação e, como não poderia deixar de ser, a discussão dos resultados obtidos frente à teoria.

2.1. Amostra e recolha de dados

Recorde-se que no presente estudo se pretende identificar uma relação entre os modelos de CG e o desempenho das empresas portuguesas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa e, adicionalmente, analisar se o tipo de modelo e as suas características, mais concretamente a dimensão do CA, a independência dos seus membros, o tipo de Presidente do CA, a existência de CEO independente, a política de remuneração ou o setor de atividade podem exercer algum tipo de influência no desempenho destas empresas. Para o efeito, toma como população as 57 empresas divulgadas no *site* da *Euronext* à data de 31 de dezembro de 2014 e como amostra 48 dessas empresas. Foram excluídas 9 empresas, 3 por apresentarem um ano contabilístico diferente e 6 por não disporem de informação. A opção por empresas cotadas prende-se com o facto de as práticas de CG serem maioritariamente adotadas no seio das empresas cotadas, com base nas características empresariais de cada país ou região (Batista, 2009).

Os dados foram recolhidos tendo por base uma consulta, no *site* das empresas e da CMVM respetivamente, aos Relatórios e Contas e Relatórios de CG divulgados para o período de 2011 a 2013, inclusive.

De referir, ainda, que a caracterização da amostra por setor de atividade, que respeitou a classificação adotada pela NYSE *Euronext*, apresenta a seguinte distribuição: (i) setor industrial (18,75%), (ii) financeiro (14,58%), (iii) comunicação (12,5%); iv) energias e tecnológico e da construção civil, com igual peso (8%); bens de consumo (4,17%); (vi) automóvel (4%) e (vii) imobiliário, distribuição, saúde, logística e telecomunicações, serviços, transporte e turismos (2,08%), respetivamente.

2.2. Desenvolvimento das hipóteses de estudo

O estudo desta problemática não é recente, havendo quem o situe no rescaldo da crise financeira de 1929 (Berle & Means, 1932), ainda que o grande impulso se situe na viragem para o século XXI. Em Portugal, por exemplo, os principais avanços encontram justificação na intensificação do efeito globalização e suas consequências (Gonçalves, 2007) e têm feito com que as empresas com maior nível de adoção das melhores práticas em CG apresentem maior criação de valor relativamente às empresas que evidenciam menor evolução a este nível (Davis, 2005; Gonçalves, 2007; Faria, 2013 e Sardinha, 2014). Partindo deste pressuposto foram definidas um conjunto de 8 hipóteses de investigação (HI), que se sistematizam na tabela 2.

Tabela 2: Resumo das Hipóteses de Investigação fixadas.

HI	Formulação de Hipóteses	Resultado esperado
HI ₁	Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₂	Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização do modelo de CG	Existência de diferenças
HI ₃	Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₄	Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₅	Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₆	Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₇	Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial	Relação (+)
HI ₈	Existe uma independência entre as variáveis setor de atividade e o desempenho empresarial	Independência entre as variáveis

2.3. Tratamento estatístico

O estudo que se propõe assenta numa metodologia quantitativa e utiliza como tratamento de dados o recurso a uma análise inferencial. A produção da análise inferencial entrou em linha de conta com:

- (i) A utilização do teste paramétrico *t-Student* para duas amostras independentes no sentido de se verificar a existência de diferenças, relativamente ao desempenho empresarial, entre os modelos de CG Anglo-saxónico e Latino/monista, uma vez verificados os pressupostos para a utilização do teste, nomeadamente:
 - a. Que a distribuição da média amostral segue uma distribuição normal;
 - e
 - b. A garantia da homogeneidade das variâncias por amostra independente (modelo Anglo-saxónico e Latino/monista) relativamente à variável desempenho;
- (ii) Aplicar os testes não paramétricos de associação, designadamente o *V de Cramer* e *Phi*, para medir o grau de associação entre as variáveis qualitativas

e a sua direção, dada a natureza e escala em que se encontram mensuradas (nominal e ordinal);

- (iii) HI_1 e HI_2 foram testadas considerando apenas os modelos de CG Anglo-saxónico e Latino/monista porque o modelo Germânico/dualista não apresenta expressão;
- (iv) Para os indicadores económico-financeiros, com o objetivo de compreender e extrair o máximo de informação, foram transformadas todas as variáveis quantitativas em variáveis qualitativas (por intervalo utilizando a técnica dos *Cut Points*), medidas numa escala ordinal ou nominal em função do objetivo de análise. A variável escolhida para medir o desempenho empresarial foi também transformada numa variável qualitativa dicotómica;
- (v) Foi utilizado o indicador EBITDA para medir o desempenho empresarial. A opção prende-se com o facto de ser um indicador facilmente utilizado e muito utilizado (Aranha, Oliveira & Dias, 2014) por incluir todos os componentes operacionais e, desta forma, oferecer uma boa observação do desempenho empresarial (Saporito, Henrique, Silva & Soares, 2015); e
- (vi) Para a tomada de decisão de validação ou não das hipóteses de investigação em estudo vai assumir-se um nível de significância de 5%.

2.4. Validação das hipóteses de investigação e discussão dos resultados

A tabela 3 compreende os resultados obtidos para cada hipótese de investigação fixada, ou seja, o valor do teste e de prova respetivamente.

Tabela 3: Resultado dos testes estatísticos para a validação das hipóteses de investigação.

Hipóteses de Investigação	Teste	Valor do teste	Valor de prova
<i>HI₁: Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial</i>	<i>Phi</i>	0,31	0,722

<i>HI₂: Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização do modelo de CG</i>	<i>t-Student</i>	2,175	0,035
<i>HI₃: Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial</i>	<i>V de Cramer</i>	0,383	<0,001
<i>HI₄: Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial</i>	<i>V de Cramer</i>	0,259	0,007
<i>HI₅: Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial</i>	<i>V de Cramer</i>	0,316	<0,001
<i>HI₆: Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial</i>	<i>Phi</i>	0,098	0,259
<i>HI₇: Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial</i>	<i>Phi</i>	0,324	0,003
<i>HI₈: Existe uma independência entre as variáveis setor de atividade e o desempenho empresarial</i>	<i>V de Cramer</i>	0,641	<0,001

Relativamente à 1.^a hipótese de investigação, “*Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial*”, os resultados evidenciam (tabela 3), para um valor de teste de 0,31 e um valor de prova de 0,722, existir uma associação positiva e direta entre a variável modelo de CG e o EBITDA, embora fraca. Porém, como o valor de prova é superior ao nível de significância assumido (0,05), a associação não é estatisticamente significativa pelo que não se valida a HI₁. Este resultado está em linha com Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), Cunha e Martins (2007), Reis (2013) e Ferreira, (2013), que também identificaram a existência de uma associação positiva direta mas não estatisticamente significativa entre a variável modelos de CG e o desempenho empresarial.

Para a 2.^a hipótese de investigação, “*Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização Modelo de CG*”, os resultados mostram (tabela 3) que existe evidência estatística suficiente para afirmar que há diferenças estatisticamente significativas no desempenho empresarial tendo por base o tipo de Modelo de CG utilizado (modelo de CG Anglo-saxónico ou modelo de CG Latino/monista), pelo que se valida HI₂. Isto é, o desempenho empresarial médio é diferente utilizando o modelo de CG Anglo-saxónico ou o modelo de CG Latino/monista. Este resultado corrobora a teoria (Garner & Kim, 2010; Piccoli, Sousa & Silva, 2014, Ferreira, 2013), que aponta para a existência de diferenças estatisticamente significativas no desempenho empresarial em função da utilização dos modelos de CG.

No que respeita à 3.^a hipótese de investigação, “*Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial*”, o valor do teste (0,383) e o valor de prova (0,001) (tabela 3), permitem concluir que existe uma associação moderada, positiva e direta entre a variável dimensão do CA e o desempenho empresarial, e estatisticamente significativa, pelo que se corrobora a hipótese de investigação HI₃. Este resultado está em linha com Reis (2013), que defende que quanto maior a dimensão do CA melhor é o desempenho das empresas, mas contrário aos apresentados por Morck, Wolfenzon e Yeung (2005), Cunha & Martins (2007) e Azevedo (2013), para quem os argumentos de eficiência, flexibilidade, comunicação e coordenação parecem ter mais importância do que os prováveis benefícios resultantes de um CA com mais elementos. Quando a dimensão do CA é menor a probabilidade de desentendimento, de falta de coesão ou de desmotivação individual (Jensen, 1993; Rodrigues, 2012) diminui. Pelo contrário, quando o CA é de grande dimensão dá lugar a um aumento de conflitos, de custos e retarda o processo de tomada de decisão (Augustinho & Canadas, 2010).

Relativamente à 4.^a hipótese de investigação, “*Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial*”, o valor do teste (0,259) e de prova (0,007) (tabela 3) permitem concluir que existe uma associação fraca, positiva e direta, estatisticamente significativa que permite confirmar HI₄. Há evidência estatística suficiente para afirmar que o número de membros independentes no CA está positivamente associado com o desempenho empresarial, corroborando a teoria (e.g., Silva, et al., 2006; Prado, Garcías & Gallego, 2009; Cunha & Martins, 2007; Michelon & Parbonetti, 2010; CMVM, 2013; Piccoli, et al. 2014, Hsu & Wu, 2013), que aponta também para a existência de uma associação positiva direta e estatisticamente significativa entre a variável número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial.

Para a 5.^a hipótese de investigação, “*Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial*”, obteve-se um valor de teste de 0,316 e um valor de prova inferior a 0,001 (tabela 3), o que permite afirmar que existe uma associação forte, positiva e direta, estatisticamente significativa, entre a variável existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial (EBITDA), o que permite validar HI₅. Os resultados obtidos estão em linha com Cunha e Martins (2007), Prado, et al. (2009) e Michelon e Parbonetti (2010), que também concluíram pela existência de uma associação entre estas duas variáveis.

Relativamente à 6.^a hipótese de investigação, “*Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial*”, para o que se obteve um valor de teste de 0,098 e um valor de prova de 0,259 (tabela3), pode concluir-se que não existem evidências estatísticas suficientes para afirmar a existência de uma associação positiva entre as variáveis política de remuneração e o desempenho empresarial, não permitindo corroborar HI₆. Pode, contudo, observar-se que existe uma associação positiva. Este resultado está em linha com Fernandes (2014), Miles e Miles (2013) e Rodrigues (2014), que também concluíram pela não existência de uma associação positiva direta e estatisticamente significativa entre a variável política de remuneração e o desempenho empresarial.

No que respeita à 7.^a hipótese de investigação, “*Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial*”, o valor do teste (0,324) e o valor de prova (0,003) (tabela 3) permitem inferir que existe uma associação moderada, positiva, direta e estatisticamente significativa, entre a variável independência do CEO e o desempenho empresarial, permitindo corroborar HI₇. Este resultado reforça a teoria (e.g., Cunha & Martins, 2007; Core & Guay, 2010; Garanina & Ladyzhenko, 2014; Messersmith, Lee & Guthrie, 2013).

Por último, e relativamente à 8.^a hipótese de investigação, “*Existe uma independência entre as variáveis setor de atividade e o desempenho empresarial*”, o valor do teste (0,641) e o valor de prova (0,001) (tabela 3) permitem concluir que existem evidências estatísticas significativas para afirmar que existe uma associação forte, positiva e direta entre a variável setor de atividade e o desempenho empresarial (EBITDA). Todavia, HI₈ não é corroborada uma vez que não se pode concluir pela independência entre as variáveis em análise. Este resultado contraria a teoria, que aponta para a existência de uma associação entre a variável setor de atividade e a variável desempenho empresarial (e.g., Cunha & Martins, 2007; Reis, 2013; Rodrigues, 2014).

Na tabela 4 apresenta-se um resumo dos resultados esperados e obtidos, para cada hipótese de investigação estabelecida, bem como a decisão tomada quanto à respetiva validação.

Tabela 4: Resumo dos resultados esperados e obtidos para cada hipótese de investigação.

Hipóteses de Investigação	Resultado		Validação
	Esperado	Obtido	

<i>HI₁: Existe uma associação positiva entre o modelo de CG e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Não validada, por não apresentar uma associação estatisticamente significativa
<i>HI₂: Existem diferenças relativamente ao desempenho empresarial tendo por base a utilização do modelo de CG</i>	Existência de diferenças	Existência de diferenças	Validada
<i>HI₃: Existe uma associação positiva entre a dimensão do CA e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Validada
<i>HI₄: Existe uma associação positiva entre o número de membros independentes no CA e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Validada
<i>HI₅: Existe uma associação positiva entre a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Validada
<i>HI₆: Existe uma associação positiva entre a política de remuneração e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Não validada, por não apresentar uma associação estatisticamente significativa
<i>HI₇: Existe uma associação positiva entre a independência do CEO e o desempenho empresarial</i>	Relação (+)	Relação (+)	Validada
<i>HI₈: Existe uma independência entre as variáveis sector de atividade e o desempenho empresarial</i>	Independência entre as variáveis	Associação entre as variáveis	Não Validada

Das oito hipóteses de investigação levantadas cinco foram validadas (HI₂, HI₃, HI₄, HI₅ e HI₇) e as restantes três não foram validadas (HI₁, HI₆ e HI₈). Destas, HI₁ e HI₆ não foram validadas por não apresentarem uma associação estatisticamente significativa entre as variáveis. Neste sentido, pode concluir-se que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho empresarial e as variáveis modelo de CG, dimensão do CA, número de membros independentes no CA, existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO e independência do CEO.

Conclusões, Limitações e Futuras Linhas de Investigação

Existe, no atual contexto, não só uma nova perceção do sucesso das empresas como, e fundamentalmente, sobre como o conseguir. Os recentes escândalos financeiros trouxeram para a discussão diversas conceções teóricas e onde a problemática do CG, não sendo nova, adquiriu particular relevância. Recordamos que este estudo foi desenvolvido neste âmbito, com o objetivo de identificar uma relação entre os modelos de CG e o desempenho das empresas portuguesas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa e,

adicionalmente, analisar se o tipo de modelo, as suas características fundamentais e o setor de atividade têm algum tipo de influência ou relação com o desempenho destas empresas. Do trabalho realizado podem extrair-se as seguintes conclusões:

1. Que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho empresarial e: (i) o tipo de modelo de CG; (ii) a dimensão do CA; (iii) o número de membros independentes no CA; (iv) a existência de pessoas diferentes na função de presidente do CA e de CEO; e (v) a independência do CEO;
2. Que existe uma relação positiva mas não estatisticamente significativa entre o desempenho empresarial e (i) o modelo de CG; e (ii) a política de remuneração; e
3. Que existe uma associação forte, positiva e direta entre a variável setor de atividade e o desempenho empresarial.

Neste sentido, termina-se com a convicção de que o trabalho realizado se apresenta relevante por fornecer importantes contributos para ajudar a compreender a importância do CG em geral e dos seus modelos e respetivas características em particular. Ao permitir confirmar a generalidade dos resultados obtidos em estudos anteriores contribui para enriquecer a literatura, quer a nível internacional quer, particularmente, a nível nacional. A realização deste estudo ficou marcada por algumas limitações que se prendem, no essencial, com a reduzida dimensão da amostra que, por sua vez, levou à utilização de técnicas estatísticas não tão robustas. Neste sentido, as conclusões que aqui se apresentam devem ser interpretadas no quadro dessas limitações, ou seja, os resultados obtidos não podem ser extrapolados de forma ampla e, particularmente, para outros contextos ou países. Se o tamanho da amostra constitui em si uma limitação representa, por outro lado, uma boa base de sugestão para o desenvolvimento de futuras investigações, ou seja, propõe-se o desenvolvimento de trabalhos com o mesmo objetivo mas suportados em amostras mais representativas e na utilização de outros métodos estatísticos capazes de conferir maior robustez à análise e permitirem dar um outro alcance às conclusões a retirar. Por exemplo, analisar o impacto da CG no desempenho das empresas recorrendo a um modelo econométrico ajustado aos dados recolhidos. Por último, sugere-se, por se considerar interessante, desenvolver um índice que mensure a qualidade de *Corporate Governance* para as empresas que integram o PSI20.

Referências Bibliográficas

- Almeida, L. (2014). *Independência dos Auditores e o Governo das Sociedades: Governance*. Working paper LLM, Católica Global School of Law. Lisboa.
- Almeida, M., Santos, J., Ferreira, L., & Torres, F. (2010). *Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: Um estudo das empresas Brasileiras de capital aberto não listado em bolsa*. Brasil: RAC.
- Andrade, A., & Rossetti, J. (2006). *Governança Corporativa fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Aranha, J., Oliveira, L., & Dias, A. (2014). *Governança corporativa: Análise corporativa da margem Ebitda de empresas do agronegócio*. 7. ° ECAECO, 1-12.
- Ariff, A., Ibrahim, M., & Othman, R. (2007). Determinants of firm level Governance: Malaysian evidence. *Corporate Governance International Journal of Business*, 7(5), 562-573.
- Arruda, G., MAdruga, S., & Júnior, N. I. (2008). A corporate governance and theory of agency. *Revista de Administração da UFSM*, 1, 71-84.
- Augustinho, C., & Canadas, N. (2010). *O free cash flow, o governo das sociedades e a responsabilidade social: uma análise no contexto das empresas cotadas na Euronext*. XXXIV congresso da ENANP, 10-14.
- Azevedo, N. (2013). *Sistemas de governação das Sociedades e gestão de Resultados: O caso Português*. Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.
- Barca, F., & Becht, M. (2001). *The control of corporate Europe*. Oxford University Press.
- Barontini, R., & Bozzi, S. (2011). Board compensation and ownership structure: empirical evidence for Italian listed companies. *Journal of Management and Governance*, 15 (1), 59-89.
- Batista, C. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de Corporate Governance em Portugal*. Porto: Faculdade de Economia do Porto.
- Becht, M., Bolton, P. & Röell, A. (2003). “*Corporate governance and control*”. In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *Handbook of Economics and Finance*, Part I. North Holland, Amsterdam, 1—109.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporate and private property*. New York: MacMillan Publishing. Nova Iorque.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization*, 22, 366-413.

- Bohren, O., & Odegaard, B. (2005). Governance and performance revisited. *Social Science Research Network*, 28, 1-29.
- Carvalho, C. (2015). *Estudo de caso sobre o corporate Corporate governance Governance do Banco Espírito Santo*. Porto: Universidade do Porto.
- Chhaochhria, V., & Grinstein, Y. (2009). CEO compensation and board structure. *The Journal of Finance*, 64, 231-261.
- Clarke, T. (2007). *International corporate Governance: A comparative approach*. Londres: Routledge.
- CMVM (2013). *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2012*. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Lisboa: CMVM.
- Core, J., & Guay, W. (2010). Is there Case for regulating executive pay in the financial service industry? *Journal of Corporate Governance*, 17, 1200-1220.
- Costa, F., & Santos, J. (2011). *Corporate governance: marco histórico e a Atualidade em Portugal*. Aveiro: Instituto Superior de Contabilidade e Administração.
- Crowther, D., & Seifi, S. (2011). *Corporate Governance and International Business*. Ventus Publishing, 17-26.
- Cunha, V., & Martins, A. (2007). *O conselho de administração e o desempenho das Sociedades*. 2, 67-92.
- Davis, G. (2005). New directions in corporate governance. *Annual Review of Sociology*, 143-162.
- Djankov, S., Porta, R. L., & Lopes-De-Silanes, F. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88 (3), 430-465.
- Douglas, A. (2009). Interactions between corporate Agency Conflicts. *The Financial Review*, 44,151-178.
- Duarte, T. (2007). *O Governo das sociedades (Corporate Governance) – Análise do desempenho das sociedades cotadas em bolsa respondentes ao 4º Inquérito da CMVM sobre práticas relativas ao governo das sociedades*. Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.
- Durnev, A., & Kim, H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal fo Finance*, 60, 1461-1493.
- Esperança, J., Sousa, A., Soares, E., & Pereira, I. (2011). *Corporate governance Governance no espaço lusófono*. Alfragide: Texto.
- Fernandes, C. (2014). *Governo das sociedades, custo de agência e crise financeira: que relação*. Portugal: Navus.

- Ferreira, D. (2013). *Relação entre a Remuneração do Conselho de Administração, o desempenho financeiro das empresas e a responsabilidade social na Península Ibérica*. Leiria: Instituto Politécnico de Leiria.
- Ferreira, J. (2009). *Os Problemas do Corporate Governance nas Empresas Públicas*. Lisboa: Universidade nova de Lisboa.
- Garanina, T., & Ladyzhenko, I. (2014). Factors influencing CEO compensation in US telecommunication industry. *Journal of Finance and Banking, 01 (1)*, 1-12.
- Garner, J., & Kim, W. Y. (2010). Does a salary cap really work?. *Social Science Research Network*, 1-47.
- Gillan, S., & Starks, S. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance, 13*, 4--22.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Journal of Economics, 118*, 105-155.
- Gonçalves, J. (2007). *Reflexões sobre o bom governo das empresas: O economista*. 184--188.
- Hsu, H., & Wu, C. (2013). Board composition, grey directors and corporate failure in the UK. *Social Sciences Research Network*, 1-48.
- IPCG (2010). *Projeto de Código do Bom Governo das Sociedades, Instituto Português de Corporate Governance*. Instituto Português de Corporate Governance. Lisboa: IPCG.
- Iskandar, M. R. & Chamlou, N. (2000). “*Corporate Governance: Framework for implementation*”. Washington, DC: The World Bank Group.
- Ittner, C., & Larcker, D. (2002). Empirical managerial accounting research: are we just describing management consulting practices? *The European Accounting Review, 11 (4)*, 787-794.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and failure of internal control systems. *Journal of Finance, 48*, 831-880.
- Jordão, R. V., Souza, A. A., & Teddoc, A. C. (2012). Governança corporativa e ética de negócio: uma análise nos principais modelos internacionais de controlo interno. *Revista Eletrônica Sistemas & Gestão, 7*, 76-92.
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance, 10*, 703-728.

- La Porta, R., Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46 (2), 285-332.
- Leal, M., & Camuri, W. (2008). Governança corporativa e os modelos mundialmente praticados. *Revista de ciências gerenciais*, 7 (15), 59-74.
- Leal, R., Ferreira, V., & Silva, A. (2002). *A governança corporativa no brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: Editoriais Ltda.
- Learmount, S. (2002). *“Corporate Governance: what can be learned from Japan?”*. Oxford: Oxford University Press.
- Lou, Y., & Jackson, D. (2012). Executive compensation ownership structure and firm performance in Chinese financial corporate. *Business and Financial Review*, 56-74.
- Messersmith, J., Lee, J.-Y., Guthrie, J., & Ji, Y.-Y. (2013). Turnover at the top: executive team departures and firms performance. *Organization Sciences*, 25 (3), 776-793.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2010). The corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance* 16 (3), 477-509.
- Miles, P., & Miles, G. (2013). Corporate social responsibility and executive compensation: exploring the link. *Social Responsibility Journal*, 9 (1), 76-90.
- Monks, R., & Minow, N. (2008). *Corporate Governance* (4^o ed.). England: Wiley.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 53, 655-720.
- Mota, J. (2011). *Impacto da corporate governance na performance das empresas cotadas em bolsa: caso português*. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão.
- OECD (2004). *OECD Principles of Corporate Governance 2004*. Organization for Economic Co-operation and Development. Bruxelas: OCDE.
- Oman, C., Fries, S., & Buitter, W. (2003). *La gouvernance d'entreprise dans les pays en développement, en transaction et les economies émergentes, centre de développement de l'OCDE, cahier de politique économique*. Paris: Centre de Développement de l'OCDE, Cahier de Politique Économique n.º 23.
- Piccoli, P., Sousa, A., & Silva, W. (2014). Does the governance practices reduce the earnings management? Evidences from aversion of earnings loses and decreases. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11, 141-162.
- Poças, C. (2012). *A composição e o estatuto remuneratório do órgão de administração*. Porto: Universidade Católica do Porto.

- Prado, J., Garcías, I., & Gallego, I. (2009). Características del consejo de administración e información en materia de responsabilidad social corporativa. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 138, 107-135.
- Reis, A. (2013). *O impacto das características do conselho de administração das organizações no seu economic value added: uma análise das empresas do PSI20 em Portugal*. Lisboa School of Economics & Management.
- Rocca, M. (2007). The influence of corporate governance on the relation between capital structure and value. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 7(3), 312-325.
- Rodrigues, E. (2012). *Corporate governance: arelação entre as caraterísticas do conselho de administração e o desempenho das empresas na euronext lisbon*. Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.
- Rodrigues, J. (2009). *Corporate governance: retomar a confiança perdida 1.ª ed*. Lisboa: Escolar Editora.
- Rodrigues, S. (2014). *A remuneração dos gestores no Corporate Governance Estudo comparativo da realidade portuguesa com o projeto suíço de limitação legal das remunerações dos CEO*. Viseu: Instituto Politecnico de Viseu.
- Santos, J. (2009). *Corporate governance: desenvolvimentos recentes e a realidade portuguesa*. Aveiro: Universidade Aberta.
- Sapoarito, A., Henrique, M., & Silva, S. (2015). Percepção de analistas financeiros acerca do Ebitda: uma pesquisa qualitativa utilizando estudo de caso. *Revista Ensino e Pesquisa em Administração e Engenharia*, 1(1), 80-96.
- Sardinha, A. (2014). *Os determinantes da adoção dos modelo de corporate governnace nas empresas do mercado bolsista da Península Iberica*. Bragança: Instituto Politécnico de Bragança.
- Sartori, R. (2011). *Governança em agentes de fomento dos sistema regionais de CT& I*. Florianópolis: Universidade Federal de Santa Catarina.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*. IPCG.
- SILVA, D. (2009). *O impacto do corporate governance na estrutura de capitais*. Porto: Universidade do Porto.
- Silva, R., Senna, E., Júnior, O., & Senna, L. (2014). Logistics plataformas: a propositional analysis of the applicability of the principles of public and corporate govenance. *Espacios*, 35(8), 2.

- Silveira, A. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no brasil*. São Paulo: Universidade de São Paulo.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the wealth of Nations*. Edwin Cannon: Londres.
- Sousa, A. (2011). *A three-dimensional approach to corporate governance practices: evidence from Portugal and Brasil*. Lisboa: Instituto Universitário de Lisboa.
- Sousa, A. M. C.P. (2013). *Governo das sociedades: o papel do auditor externo. o caso português - NYSE Euronext Lisbon*. Coimbra: Universidade de Coimbra.
- Vaz, J. (2011). *A Regra de Não Frustração da OPA*. Coimbra: Universidade de Coimbra.
- Vieira, K., Valquez, M., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). The influence of corporate governance in performance and capital structure of companies listed in bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7 (1) , 49-67.
- Walkner, C. (2004). *Issues in Corporate Governance*. European Commission. Directorate-General for economic and Financial Affairs. , *Economic Paper*, n.º 200. Brussels. Bélgica.