



Universidade de Aveiro
2020

**Mariana Clara
Gonçalves Teixeira**

***Corporate Governance* e criação de valor: evidência
nas empresas de estrutura acionista familiar
cotadas e não cotadas**



Universidade de Aveiro
2020

**Mariana Clara
Gonçalves Teixeira**

***Corporate Governance* e criação de valor: evidência
nas empresas de estrutura acionista familiar cotadas
e não cotadas**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças, realizada sob a orientação científica do Mestre Joaquim Neiva Santos, Professor Adjunto do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.

o júri

Presidente

Professor Doutor César Faustino da Silva Bastos
professor adjunto, Universidade de Aveiro

Professora Doutora Mara Teresa da Silva Madaleno
professora auxiliar, Universidade de Aveiro

Professor Mestre Joaquim Alberto Neiva dos Santos
professor adjunto, Universidade de Aveiro

agradecimentos

À minha família, pela compreensão, carinho e apoio incondicional em todos os momentos.

À minha colega de trabalho, Anabela Magalhães, pelos conhecimentos transmitidos e por todo o apoio que sempre me proporcionou.

Ao meu orientador Professor Mestre Joaquim Neiva, pela sua disponibilidade e valoroso contributo na elaboração da presente dissertação.

palavras-chave

Corporate Governance, Empresa Familiar, Criação de Valor

resumo

A temática do Governo das Sociedades tem ganho cada vez mais notoriedade nas duas últimas décadas devido aos vários escândalos financeiros internacionais que provocaram o colapso de grandes empresas. Deste modo, têm sido publicados várias normas e regulamentos com o objetivo de implementar práticas de bom governo. O presente estudo pretende analisar o impacto do *Corporate Governance* em dez sociedades no período de 2016 a 2018 como um mecanismo para alinhar as metas da gestão com as das partes interessadas que devem aumentar desempenho das empresas familiares portuguesas.

keywords

Corporate Governance, Family Business, Value Creation

abstract

The theme of Corporate Governance has increasing notoriety in the last two decades due to the various international financial scandals that caused the collapse of large companies. In this way, several rules and regulations have been published in order to implement good governance practices. This study aims to analyze the impact of Corporate Governance on ten companies in the period from 2016 to 2018 as a mechanism to align management goals with those of stakeholders that should increase the performance of Portuguese family businesses.

Índice

Índice de Tabelas.....	ii
Índice de Gráficos.....	iii
Índice de Figuras.....	iv
Abreviaturas.....	v
Introdução.....	14
I Revisão da Literatura.....	16
1.1 Conceito e importância de <i>Corporate Governance</i>	16
1.1.1 Os Princípios de <i>Corporate Governance</i>	17
1.1.2 O Governo das Sociedades em Portugal.....	18
1.1.3 Principais sistemas de Governo das Sociedades.....	19
1.1.4 Os Modelos de Governos das Sociedades em Portugal.....	21
1.1.5 Teorias de <i>Corporate Governance</i>	22
1.1.6 Elementos de <i>Corporate Governance</i>	24
1.2 <i>Corporate Governance</i> e Empresas Familiares	25
1.2.1 Conceito de Empresa Familiar	25
1.2.2 O Modelo dos Três Círculos	26
1.2.3 Governação e profissionalização de Empresa Familiar	28
1.2.4 Sucessão.....	28
1.2.5 Medidas de criação de valor	29
II Metodologias.....	30
2.1 Caracterização do estudo	30
2.2 Descrição da Amostra	30
2.3 Definição das variáveis.....	35
2.4 - Metodologia de análise.....	39
III Resultados e Discussão	40
IV Conclusão.....	45
Bibliografia.....	47
Anexos	51

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Empresas de estrutura acionista familiar cotadas.....	30
Tabela 2 - Empresas de estrutura acionista familiar não cotadas.....	31
Tabela 3 - Dimensão do Conselho de Administração (N=10).....	33
Tabela 4 - Diversidade do Conselho de Administração (N=10).....	34
Tabela 5 - Variáveis de <i>Corporate Governance</i>	37
Tabela 6 - Variáveis de controlo.....	38
Tabela 7 - Análise estatística descritiva das variáveis em estudo (N = 30).....	40
Tabela 8 - Coeficiente de correlação de <i>Pearson</i> para as variáveis em estudo (N = 30).....	41
Tabela 9 - Regressão linear múltipla com a Rendibilidade do Ativo como variável dependente (N = 30).....	42
Tabela 10 - Regressão linear múltipla com a Rendibilidade dos Capitais Próprios como variável dependente (N = 30).....	43

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Setor de atividade da amostra (N=10).....	32
Gráfico 2 - Modelos de <i>Corporate Governance</i> adotados pelas empresas da amostra (N=10).....	32
Gráfico 3 - Dimensão do Conselho de Administração.....	33
Gráfico 4 - Diversidade do Conselho de Administração.....	34
Gráfico 5 - Dualidade funções CEO/ <i>Chairman</i>	35
Gráfico 6 - Boxplot variáveis independentes.....	41

Índice de Figuras

Figura 1 - Estrutura do Modelo Continental.....	20
Figura 2 - Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico.....	20
Figura 3 - Estrutura do Modelo Dualista.....	21
Figura 4 - Estrutura do Modelo Monista.....	22
Figura 5 - Relação entre os problemas de Agência e a <i>Corporate Governance</i>	23
Figura 6 - Estrutura do governo nas Empresas Familiares.....	26
Figura 7 - Modelo de três círculos da Empresa Familiar.....	27

Abreviaturas

AEM	Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado
AG	Assembleia Geral
CA	Conselho de Administração
CEMP	Crescimento da empresa
CEO	<i>Chief executive officer</i>
CG	<i>Corporate Governance</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DIMCA	Dimensão do Conselho de administração
EF	Empresa Familiar
EUA	Estados Unidos da América
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
INCA	Independência do Conselho de Administração
LEV	<i>Leverage</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PME	Pequena e Média Empresa
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
ROC	Revisor Oficial de Contas
SA	Sociedade Anónima
SGPS	Sociedade Gestora de Participações Sociais
USD	<i>United States dollar</i>

Siglas

Art.º	Artigo
Nº	Número

Introdução

A essência do mundo empresarial está na promoção da transparência e responsabilidade e no cumprimento das expectativas justas de todas as partes interessadas. O governo das sociedades é uma ferramenta para atingir esse objetivo e salvaguardar os interesses dos diversos grupos e das partes interessadas. Envolve promover o cumprimento da lei na letra e no espírito, e demonstração de conduta ética.

O tema de *Corporate Governance*¹ (CG) adquiriu maior notoriedade na última década por causa de vários escândalos e colapsos corporativos, como Enron², WorldCom³, Satyam⁴, que envolveram práticas de negócios antiéticas. Alguns autores acreditam que práticas de bom governo e criação de valor caminham juntos e que a adoção e demonstração de uma conduta ética conduz ao sucesso. Várias pesquisas têm sido realizadas para investigar a relação entre governo das sociedades e desempenho das finanças, mas os resultados foram mistos e inconclusivos (Aggarwal, 2013).

Com o objetivo de minimizar a assimetria de informação entre gestores e acionistas, e consequentemente os custos de agência suportados por estes últimos, na última década foram introduzidas, em diversos países, diversas normas com o objetivo de alterar substancialmente as práticas de governo das empresas, tornando-as mais transparentes para os investidores.

O Governo das Sociedades comporta, nessa medida, uma vertente interna e uma vertente externa: na primeira aceção, entende-se o conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade; a vertente externa, por seu turno, reporta-se à avaliação do desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a actuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.⁵

A ideia primordial subjacente à CG é a de que as sociedades cotadas devem estar à altura das expectativas nelas depositadas pelos investidores. Nesta conformidade, cada empresa deve ser gerida em benefício de todos os accionistas e não em função de interesses individuais ou de interesses de determinados grupos de accionistas. As boas práticas de *governance*, ainda que dirigidas às sociedades cotadas, devem ser vistas como de interesse para todas as sociedades, incluindo as pequenas e médias empresas que caracterizam o tecido empresarial português.

Por governo das sociedades quer-se referir o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades cotadas. Esta análise sobre o governo das sociedades *não* procura impor modelos rígidos e uniformes. O seu objetivo é antes o de procurar contribuir para

¹ Governo das sociedades, em português

² Enron Corporation foi uma empresa de energia Americana, investigações revelaram que esta havia manipulado informações financeiras, balanços, com ajuda de empresas e bancos, que escondera dívidas de 25 bilhões USD por dois anos consecutivos.

³ WorldCom, era uma empresa Americana de telecomunicação que tinha baixado os custos da linha capitalizando em vez de gastá-los e inflacionou suas receitas fazendo inscrições falsas. O departamento de auditoria interna da empresa encontrou quase 3,8 bilhões USD em contas fraudulentas.

⁴ Satyam Computer Services era uma empresa indiana de serviços de TI e *back-office*, em 2009 descobriu-se que falsificaram receitas, margens e saldos de caixa (1,5 bilhão USD)

⁵CMVM

https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99_intro.aspx

a otimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na actividade societária - investidores, credores e trabalhadores.⁶

Os dados, utilizados para estudar a relação entre CG e a criação de valor das empresas, foram retirados dos Relatórios e Contas Consolidados anuais das empresas familiares selecionadas para os anos de 2016, 2017 e 2018. Deste modo, foram recolhidos os relatórios de gestão, relatórios sobre o governo de sociedade e as demonstrações financeiras consolidadas de todas as empresas.

Na presente dissertação, é analisado o impacto do governo das sociedades no desempenho financeiro das empresas familiares portuguesas cotadas e não cotadas em bolsa, ou seja, a relação entre a CG e a criação de valor. Para o efeito, o presente estudo encontra-se dividido em quatro capítulos: a revisão da literatura; a metodologia; os resultados; e a conclusão.

No primeiro capítulo efetua-se uma revisão da literatura sobre os conceitos de CG, os seus princípios, as respetivas teorias, evidenciando os principais sistemas. Também é apresentado o conceito de Empresa Familiar. Assim efetuamos a identificação de alguns dos artigos empíricos mais relevantes sobre o tema em estudo.

No segundo capítulo apresenta-se e define-se o modelo a estudar. São evidenciados os valores obtidos da introdução do modelo numa regressão linear múltipla. No terceiro capítulo será realizada uma avaliação interpretativa dos resultados com base na análise descritiva das variáveis. Por último, o quarto capítulo denota as principais conclusões a retirar em função dos resultados obtidos e pretende indicar recomendações para próximos estudos sobre o tema.

⁶CMVM

https://www.cvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digoGoverno%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99_intro.aspx

I Revisão da Literatura

1.1 Conceito e importância de *Corporate Governance*

O *Corporate Governance* pode ser definido como o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e controlo das empresas, expressando a sua relação de uma empresa com os seus acionistas e de uma forma mais alargada a relação que a empresa mantém com os seus *stakeholders*⁷.

Campos (2015) caracteriza *Corporate Governance* como “um sistema de regras de conduta respeitantes ao exercício da direção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercados devidamente regulamentados”. Enquanto o governo providencia as estruturas de governação, *corporate governance* acontece dentro da empresa e depende de investidores, do conselho e de gestores (Clarke, 2010).

A expressão “governo da sociedade” designa, precisamente, o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização, internas e externas, tendo por 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).

De acordo com Mack (2019), de entre as várias características associadas a uma boa estratégia de *Corporate Governance*, é possível enumerar as sete mais relevantes: (1) uma clara estratégia de organização; (2) uma eficaz gestão de risco; (3) disciplina e compromisso; (4) ser justa para com empregados e clientes; (5) ser transparente e haver partilha de informação; (6) ter responsabilidade social empresarial; (7) ser objeto da realização de autoavaliações regulares.

As Boas Práticas de *Governance*, ainda que dirigidas às sociedades cotadas, devem ser vistas como de interesse para todas as sociedades, tanto mais que vão no bom sentido do Governo, entendido como o conjunto de regras e condutas relativa ao exercício da direção e controlo das sociedades de modo a contribuir para a otimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na atividade societária – investidores, credores e trabalhadores (Moreira, Gonçalves, & Oliveira, 2004).

Por outro lado, há autores que comparam essa transparência de informação a uma prática empresarial de “*marketing*”, visto que segundo Faria & Góis (2015) “continuou a não se encontrar relações estatísticas que comprovem que o cumprimento das melhores práticas de governação internacionais se traduz numa melhoria da informação financeira apresentada por essas empresas”.

Por sua vez, para a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) o governo das sociedades é “...o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado”.

Desta forma é possível afirmar que o Governo das Sociedades trata do controlo das sociedades e por isso é tão relevante e vital para as empresas independentemente da sua dimensão ou da sua estrutura. A empresa, enquanto sistema aberto, influencia e é influenciada pela sua envolvente externa e, como tal, a abrangência das preocupações dos gestores incluem as relações que estabelecem com todos os intervenientes da vida empresarial, desejavelmente, tendo como

⁷ Grupo de interesse

principal objetivo a criação de valor. O CG especifica quais os direitos e responsabilidades entre todos os intervenientes da empresa, desde o topo até à base da estrutura organizacional.

Carvalho (2002) descreve o governo das sociedades como sendo um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de capital se certificam de que receberão retorno adequado dos seus investimentos. Deve-se estar atento ao fato de que o conceito de governo parte do ponto de vista de proteção de todos os credores e acionistas, e não apenas aos minoritários.

Em síntese, o que é CG? Podemos descrevê-lo por uma, relação entre gestores, diretores e acionistas que forneça garantias que os investimentos realizados estão protegidos e são produtivos, ou seja, *“Corporate Governance concerns the means by which a corporation assures investors that it has in place well performing management who ensure that corporate assets provided by investors are being put to appropriate and profitable use”* (Mohamad, 2004).

1.1.1 Os Princípios de *Corporate Governance*

Os Princípios são desenvolvidos com base no entendimento de que as políticas de governo das sociedades têm um papel importante a desempenhar na continuação de objetivos económicos mais amplos relativamente à confiança dos investidores à formação e afetação de capital. A qualidade do governo das sociedades afeta o custo suportado pelas empresas no acesso ao capital para financiar o crescimento e a confiança com que aqueles que fornecem o capital - direta ou indiretamente - podem participar e partilhar a sua criação de valor em termos justos e equitativos. Em conjunto, o corpo normativo e as práticas de governo das sociedades fornecem uma estrutura que ajuda a preencher a lacuna entre a poupança das famílias e o investimento na economia real.

Consequentemente, um bom governo das sociedades irá assegurar aos acionistas e aos demais *stakeholders* que os seus direitos se encontram protegidos e possibilita que as empresas reduzam o custo de capital e facilita o seu acesso ao mercado de capitais.

Os Princípios têm como objetivo auxiliar os decisores políticos a avaliar e melhorar o enquadramento jurídico, regulamentar e institucional do governo das sociedades, de modo a apoiar a eficiência económica, o crescimento sustentável e a estabilidade financeira. Tal é conseguido, principalmente, através dos incentivos aos acionistas, aos membros do conselho e aos executivos, bem como aos intermediários financeiros e aos prestadores de serviços que sejam adequados ao desempenho das suas funções dentro de um quadro de controlo e equilíbrio.

Nos diferentes códigos de governo das sociedades Crowther e Seifi (2011), identificaram um conjunto de 8 princípios transversais:

- 1) **Transparência** - O acesso à informação de forma direta e não condicionada (objetivos, missão e visão, responsabilidades, regras e procedimentos, informação financeira entre outros) são essenciais para a tomada de decisão dos utilizadores internos/externos.
- 2) **Estado de Direito** - Um bom sistema de CG pressupõe um conjunto de regras de funcionamento, orientadas para a proteção dos interesses de todos os investidores (com foco na proteção dos minoritários) de forma transparente.
- 3) **Participação** - O direito de participar nas decisões das organizações, através da expressão de opinião é uma das metas de um bom governo.

- 4) Capacidade de Resposta - Baseada no princípio da transparência e da participação, a capacidade de resposta implica que os regulamentos e processos de governo societário, estejam definidos de forma a satisfazer todos os *stakeholders* em tempo útil.
- 5) Igualdade - Todos os investidores terem a percepção que são tratados de forma igual, independentemente da percentagem de participação societária.
- 6) Eficiência e eficácia - A redução dos gastos, associada ao cumprimento dos objetivos, são pontos essenciais no uso sustentável dos recursos limitados à disposição das organizações.
- 7) Sustentabilidade - Existência de uma perspetiva de longo prazo e sustentável, face à tendência do aumento dos gastos operacionais das organizações, destacando-se a necessidade do uso de recursos reutilizáveis.
- 8) *Accountability* - Preocupação com o reconhecimento e a assunção de responsabilidades pelos efeitos das ações que afetam os *stakeholders*.

1.1.2 O Governo das Sociedades em Portugal

No caso de Portugal, a transposição dos princípios e regras internacionais da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) foi realizada pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em outubro de 1999, através “de um conjunto de Recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar no exercício da direção e controlo das sociedades admitidas à negociação”.

A CMVM de acordo com os princípios da OCDE, considera que uma política adequada, deve “garantir a transparência; assegurar a defesa dos acionistas e dos credores; responsabilizar os gestores pelos incumprimentos de objetivos e pelas violações à lei; não impedir a maximização de performance; ser conforme aos *standards* internacionais e ser ajustada à realidade do país (Moreira, Gonçalves, & Oliveira, 2004).

Tal é regulado através do Código de Governo das Sociedades que até 2014 era redigido pela CMVM. Atualmente esse código cabe ao Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) com a cooperação da CMVM.⁸

Apesar dessa mudança, a CMVM continua com as suas funções de regulação que refere-se à criação de regras e supervisão que refere-se às atividades quotidianas dos supervisores (muitas vezes também reguladores) relativamente ao cumprimento das regras. O IPCG encarrega-se da função de fiscalização. Para tal o IPCG conta com o apoio da Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (AEM) e com a *Euronext Lisbon* (Ferreira, 2018).

Na separação entre propriedade e gestão e conseqüente necessidade de compor os interesses dos administradores, acionistas e *stakeholders*, a reflexão sobre o bom governo das empresas

⁸CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES - 2018 revisto em 2020 – Recomendações encontram-se descritas no Anexo I

vem incorporando, nas últimas décadas, outros importantes fenómenos. Entre estes, contam-se a globalização económica e financeira, o desenvolvimento dos mercados de capitais, a internacionalização das empresas e a própria evolução das tecnologias de informação e comunicação.

Assim, quer a nível nacional, quer internacional, o enquadramento jurídico do governo das sociedades tem envolvido incursões em diversos ramos de direito, com natural destaque para o direito das sociedades e o direito dos valores mobiliários (Silva et al., 2006).

Segundo Lourenço et al. (2008), os principais pilares para implementar o governo das sociedades em Portugal são a visão estratégica, a missão, os valores, as metas globais e o âmbito dos objetivos. Serão estes pilares que deverão estruturar o sistema de governo das sociedades cumprindo as recomendações da CMVM, UE e OCDE.

1.1.3 Principais sistemas de Governo das Sociedades

Os mecanismos de tomada de decisões e de fiscalização variam de país para país, e dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional podem variar de empresa para empresa (Silva et al. 2006). Por norma, o governo das sociedades reflete como o poder é distribuído dentro de uma empresa (Zingales, 1997). Assim, a estrutura de poder de uma organização deve ser um fator determinante do seu sistema de governo e para estabelecer relações entre o órgão de direção e todos os *stakeholders* (Zhong et al. 2017). É frequente identificarem-se dois sistemas principais de governo das sociedades: o sistema Continental (ou sistema de controlo interno) e o sistema Anglo - Saxónico (ou sistema de controlo externo ou sistema de controlo pelo mercado).

Sistema Continental

O Sistema Continental é comum nos países da Europa e no Japão. O Governo das Sociedades nos países de modelo continental (*civil law*)⁹ é um sistema baseado na importância das instituições financeiras e da força laboral. As empresas são controladas por famílias, financiam-se na banca em detrimento do mercado de capitais pelo que este não é muito desenvolvido apresentando, tradicionalmente, baixos níveis de liquidez.

Neste sistema, são os acionistas mais importantes que têm parte ativa no processo de tomada de decisões estratégicas. É um modelo de *Double Tier* (dois órgãos): Conselho de Administração (CA) e o Conselho Geral (conselho de supervisão). Este modelo permite vários canais para lidar com os problemas de agência de gestor-acionistas.

Assim, o controlo é exercido pelos acionistas majoritários. Aliás, este é considerado o elemento principal neste sistema, ou seja, aqui os maiores acionistas controlam a gestão e tomam as principais decisões estratégicas pelo que, também por força disso, uma das questões principais deste sistema prende-se com a proteção dos pequenos acionistas face aos grandes acionistas (Silva et al., 2006).

⁹ Família do direito civil

Figura 1 - Estrutura do Modelo Continental



Fonte: Adaptado de Batista (2009)

As principais limitações do Modelo Continental:

- A falta e ou insuficiente proteção dos pequenos acionistas;
- O poder dos acionistas preponderantes.

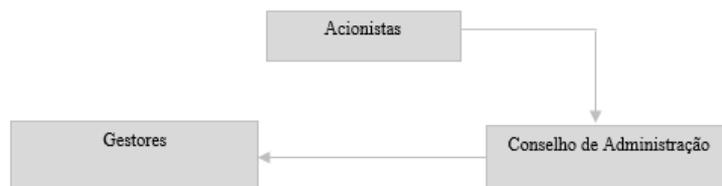
Sistema Anglo-Saxónico

O Sistema Anglo-Saxónico é comum em países como os EUA e o Reino Unido (entre outros). A razão para as empresas americanas optarem por este sistema pode ser explicado pelo facto de existir um mercado eficiente de controlo das empresas. Este sistema especifica que o mercado desempenha um papel autorregulador sobre os gestores, apontando o alinhamento de interesses entre estes e os acionistas, sendo o principal componente da remuneração uma parcela variável e em função da cotação da empresa.

Um outro foco característico deste sistema é a auditoria externa e a alargada divulgação de informação para o mercado de capitais. As empresas situadas nos países abrangidos por este tipo de sistema caracterizam-se por ter um capital disperso, e por serem geridas por um lote restrito de administradores, os quais não têm que ser necessariamente detentores de qualquer ação da empresa (Silva et al., 2006).

Os mesmos autores indicam que o CA é integrado por dois tipos de administração: os administradores internos (*insiders*), que normalmente são aqueles que já fizeram carreira na empresa, e os administradores externos (*outsiders*) que são aqueles que não têm qualquer ligação à empresa, mas têm que ser independentes dos outros.

Figura 2- Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico



Fonte: Adaptado de Batista (2009)

As principais limitações do Modelo Anglo-Saxónico são:

- Elevada proteção dos acionistas face aos gestores;
- Grande liberdade decisória dos gestores.

O papel do gestor é complexo, antigamente era-lhe pedido que maximizasse o valor da empresa e agora implica outras dimensões. Os bons gestores sabem que uma empresa é uma realidade complexa que engloba várias vertentes, e que para chegar ao lucro é necessário prestar um serviço eficiente, tendo de pensar globalmente e munir-se de potentes estratégias de gestão para atender aos interesses dos acionistas e de uma comunidade de *stakeholders*.

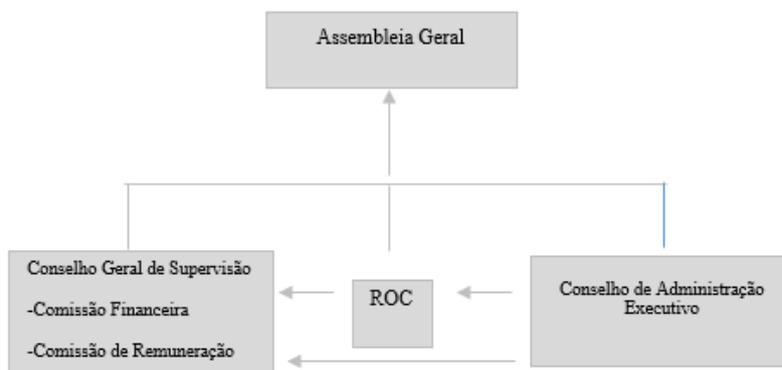
1.1.4 Os Modelos de Governos das Sociedades em Portugal

Os sistemas de CG estudados anteriormente dispõem de modelos bem definidos e com características específicas. Atualmente, o Código das Sociedades Comerciais (CSC) (art.º 278) prevê a existência de 3 modelos distintos de CG, sendo eles o Anglo-Saxónico, o Dualista e o Latino ou Monista.

Tanto o modelo Anglo-Saxónico como o Monista baseiam-se nos princípios do sistema Anglo-Saxónico, enquanto o modelo Dualista baseia-se no sistema Continental (Batista, 2009).

No que concerne à estrutura dos órgãos de administração, em múltiplos países da Europa continental predomina o modelo Dualista, caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa. Neste modelo as funções de supervisão e de gestão estão separadas, a primeira está entregue a um Conselho Geral e a segunda à Direção (Duarte, 2008).

Figura 3 - Estrutura do modelo Dualista



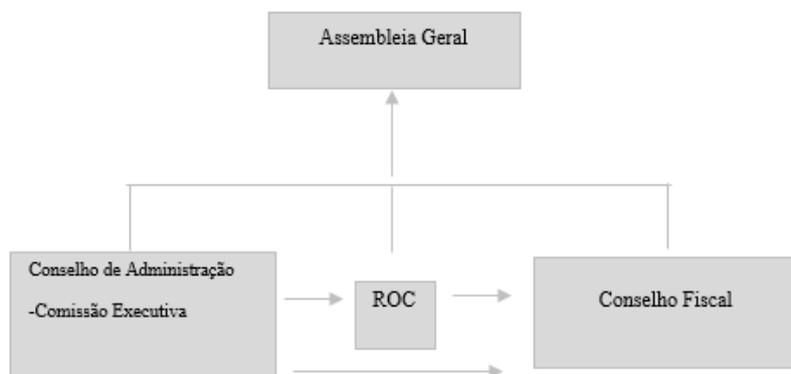
Fonte: Adaptado de Batista (2009, p.17)

O modelo Dualista é orientado para os *stakeholders*, apresenta maior transparência e participação de “independentes”. Dá ênfase na supervisão à implementação do modelo de governo das sociedades e de gestão e ao “crescimento sustentado” e confere a separação entre órgão de supervisão e órgão executivo (Marques M., 2008). Segundo Serafim et al. (2010), o modelo Dualista visa criar uma estrutura intermédia entre a Assembleia Geral (AG) e os gestores executivos (direção), a qual além de outras funções deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e dos acionistas.

A principal característica deste modelo é a limitada participação dos acionistas na tomada de decisões da empresa. O poder da AG está limitado a dois poderes: alteração dos estatutos e nomear e destituir membros do conselho Geral e Supervisão.

No modelo Monista, a estrutura dos órgãos da administração são compostos simultaneamente por membros executivos e membros não executivos (Duarte, 2008). O modelo Monista é unitário, orientado para os acionistas, para a concentração na mesma pessoa de funções executivas e de supervisão e para a “não independência” da supervisão. Apresenta, por isso, deficiente proteção dos pequenos acionistas e *stakeholders* (Marques M., 2008).

Figura 4 – Estrutura do modelo Monista



Fonte – Adaptado de Batista (2009, p.15)

A característica mais importante deste modelo é a unificação no mesmo órgão da monitorização e gestão. A decisão final da composição dos órgãos do controlo e gestão é feita em AG pelos Acionistas. A AG pode destituir a qualquer momento os membros do CA.

1.1.5 Teorias de *Corporate Governance*

Tanto os administradores como os acionistas têm objetivos e interesses diferentes existindo, por isso, eventuais fontes geradoras de conflitos. Mendes (2001) afirma que os acionistas estão interessados em obter o retorno do investimento, enquanto os administradores procuram poder, prestígio e dinheiro e para isso tratam de impor ao grupo empresarial objetivos consistentes com as suas próprias ambições.

Teoria da Agência

A Teoria da agência é a base teórica que procura analisar as relações entre os participantes de um sistema, em que propriedade e controlo são imputados a pessoas distintas, o que pode resultar em conflitos de interesse entre os indivíduos. De acordo com Mendes (2001), a Teoria da Agência analisa os conflitos e custos resultantes da separação entre propriedade e controle de capital. Essa possibilidade de não participação do acionista na gestão da empresa é bem representada pela sociedade por ações, que limita a responsabilidade do acionista para com a organização à parcela de capital que ele investiu (Arruda, 2008).

A teoria da agência defende que existem duas entidades distintas com objetivos diferentes: o proprietário/acionista é o principal e o gestor é o agente (Donaldson e Davis, 1991). Segundo Jensen & Meckling (1976), daqui derivam dois tipos de conflito: entre acionistas e administradores e entre credores e acionistas.

Os conflitos entre acionistas e administradores ocorrem porque, os acionistas não conseguem deter todo ganho gerado nas atividades que agregam valor. Por outro, são os administradores que carregam os custos da atividade através de seu trabalho. Esta ineficiência reduz-se na medida em que o administrador detenha uma participação no capital da empresa. Alguns problemas decorrentes da relação entre acionistas e administradores podem prejudicar a eficácia do governo societário.

Jensen e Meckling (1976) defendem ainda que existem alguns fatores que influenciam a magnitude dos custos de agência e estes variam consoante a empresa: (i) Os custos de avaliação do desempenho dos gestores; (ii) A autonomia que os gestores têm para exercer as suas preferências, por vezes contrárias à maximização do valor; (iii) Os custos dos sistemas de incentivos; (iv) Os custos de aplicações de regras e políticas; (v) O nível de competição existente no mercado dos gestores; (vi) O custo de “reposição” do gestor; (vii) A eficiência do mercado de controlo das empresas.

Os problemas de agência podem ser minimizados através da CG, que irá harmonizar os conflitos de interesse entre os gestores e acionistas. De acordo com, Shleifer & Vishny (1997) a diminuição dos custos de agência depende da eficácia de mecanismos externos e internos de CG. Por isso, estes mecanismos consistem em métodos utilizados pelos acionistas para limitar o controlo detido pelos gestores e evitar ineficiências causada pelo conflito de interesses.

Figura 5 - Relação entre os problemas de agência e a *Corporate Governance*



Fonte – Fonte: Adaptado de Cunha (2005)

A figura 5 ilustra as interações entre os gestores e acionistas dentro da empresa, bem como a sua envolvência com a CG e a teoria da agência, de forma a aproximar os interesses de ambas as partes.

Teoria do *stewardship*¹⁰

A teoria do *stewardship* foi desenvolvida nos finais dos anos noventa, tentou responder às incertezas levantadas pela teoria da agência, definindo as relações com base em premissas comportamentais (Donaldson e Davis, 1991). Os executivos tendem a atuar mais no interesse da organização, que consideram uma extensão de si próprios, do que no seu próprio interesse.

Outros autores sugerem que os gestores são de confiança, assim maximizam o desempenho da organização, trabalhando sob a premissa de que tanto administradores quanto acionistas querem o benefício da organização. Sentem-se motivados para responder aos interesses da organização, porque acreditam que podem beneficiar se a organização prosperar (Siebels e Knyphausen-Aufse, 2012).

Davis et al. (1997) alargam o entendimento da teoria do *stewardship* através das dimensões psicossociais. Sugerem que os gestores valorizam mais os aspetos de auto realização, prestígio, realização profissional, responsabilidade, altruísmo, crenças, respeito pela autoridade e a motivação intrínseca pela satisfação na realização das suas tarefas.

1.1.6 Elementos de *Corporate Governance*

Os mecanismos de CG deverão ser aperfeiçoados ao longo do tempo, a fim de melhorar o desempenho e proteger os interesses de todas as partes interessadas das empresas, como funcionários, credores e investidores. A literatura evidencia os seguintes aspetos para um adequado (bom) sistema de CG:

- Dimensão do conselho: há evidência que o tamanho do conselho tem um impacto significativo no desempenho da empresa;
- Independência do Conselho de Administração: Há evidência que os diretores independentes desempenham um papel significativo na monitorização e aconselhamento da gestão da empresa.
- Dualidade CEO / Chairman¹¹ - Há evidência que, a concentração de funções entre o presidente do conselho executivo e o presidente do conselho de administração pode originar constrangimentos ao desempenho financeiro. A separação entre os cargos de *chairman* e CEO é vista como uma peça importante para garantir boas práticas de governo das sociedades.
- Remuneração - A CMVM recomenda que a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade.

¹⁰ A administração é uma ética que incorpora o planeamento e a gestão responsável dos recursos.

¹¹ Presidente do Conselho de Administração

1.2 Corporate Governance e Empresas Familiares

1.2.1 Conceito de Empresa Familiar

Apesar da temática do Governo das Sociedades ter surgido no âmbito das empresas cotadas com uma elevada dispersão acionista, ela tem vindo a alargar-se a outras entidades, de entre as quais, as empresas familiares.

Contudo não há uma definição legal de Empresa Familiar (EF), embora seja geralmente aceite que uma EF; é um negócio substancialmente detido, operado ou influenciado por dois ou mais membros da mesma família.

Chua, Chrisman e Sharma (1999) definem a EF como aquela que é gerida em uma base de transmissão de geração em geração, para atingir uma visão formal ou implícita da empresa, sendo propriedade de uma única família ou de um pequeno número de famílias. Por sua vez, Gallo e Ribeiro (1996) consideram que na EF subsiste um importante elo entre uma empresa e uma família, e que parte da cultura de ambas é formada nos pressupostos básicos de atuação e valores, sendo a cultura permanente e voluntariamente compartilhada.

A Comissão Europeia define que uma empresa, qualquer que seja a sua dimensão, é uma EF, se:¹²

1. A maioria dos direitos de decisão estão na posse do (s) fundador (es) da empresa, ou na posse da(s) pessoa(s) que adquiriu (adquiriram) a quota de capital da empresa, ou ainda na posse dos seus cônjuges, pais, filhos, ou herdeiros diretos dos filhos;
2. A maioria dos direitos de decisão são diretos ou indiretos;
3. Pelo menos um membro da família, ou um seu familiar, está formalmente envolvido na gestão da empresa;
4. A pessoa, família, ou seus descendentes, que fundaram ou adquiriram a empresa possuem pelo menos 25% dos direitos de decisão mandatados pela sua quota de capital.

As empresas familiares constituem a base predominante do tecido empresarial nas economias de mercado. Em Portugal, a Associação das Empresas Familiares estima que mais de 60% do Produto Interno Bruto e 50% do emprego são gerados por empresas, cuja propriedade se encontra, total ou parcialmente, nas mãos de uma ou mais famílias, e a família detém o controlo sobre a gestão da empresa. A maioria das pequenas e médias empresas são familiares e têm presença nos diversos setores de atividade. Nesse contexto, as empresas familiares são uma entidade complexa e heterogénea, em razão da dinâmica existente dentro da família proprietária e dos diferentes níveis de influência que ela estabelece na empresa, em que alguns fatores podem moderar ou influenciar essa relação (Alves, Gama, Afonso, Ana, & Matias, 2020).

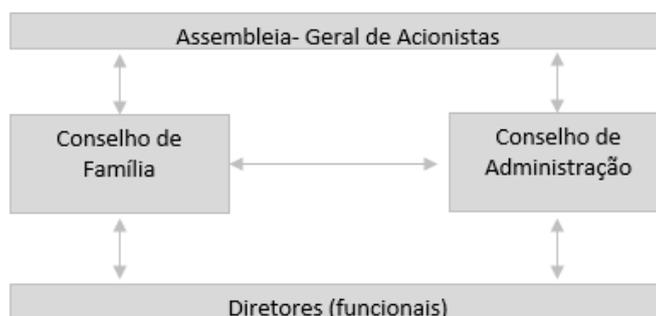
A EF tem como elo de ligação a presença de uma relação importante entre a empresa e a família, harmonizando o capital com o trabalho. Esta ligação deverá superar o puro interesse económico e estar baseado em valores e pressupostos que os membros de uma geração consideraram como mais acertados para governar a empresa e a sua relação com a família, sendo transmitidos às gerações seguintes. Existe assim uma identificação parcial e voluntária entre a cultura empresarial

¹² https://ec.europa.eu/education/policies/european-policy-cooperation/et2020-framework_pt

– enquanto valores e crenças próprias de uma família que maioritariamente orienta e controla a empresa – e os traços familiares culturais dos detentores do poder de administrar.

Esta cultura define o funcionamento interno que estas empresas adotam. A identificação desta identidade cultural é de difícil aplicação prática, pelo que Gallo e Ribeiro (1996) consideram comuns na definição de EF as dimensões seguintes: a maioria dos direitos de propriedade da empresa está na posse de uma ou mais famílias; o poder de direcção é exercido pelo menos por um membro da família; trabalham na empresa membros da segunda geração da família, assegurando assim a transmissão para as gerações vindouras dos valores próprios da família. Quanto mais estas características estejam presentes, mais familiar é a empresa. As características próprias da EF, a confusão entre o que é o património da empresa e o que é património familiar, assim como o problema da sucessão, neste tipo de organizações, aconselham a que seja criada uma estrutura de governo para perpetuar o negócio (Gallo, 2001).

Figura 6 – Estrutura do governo nas empresas familiares



Fonte: Adaptado (Neves, 2001)

A estrutura de governo nas empresas familiares deve ter em consideração os interesses dos sócios ou acionistas familiares a médio e longo prazo através do crescimento e continuidade da empresa e deve ainda promover a harmonia e bem-estar entre os membros da família (Neves, 2001). Assim, por governo da empresa compreende-se a forma como ela se organiza de modo a exercer o poder sobre a gestão dos negócios dentro do quadro jurídico-legal atual.

A forma como estes três órgãos funcionam – Conselho de Família, acionistas e administração – determina a estrutura de governo da EF. Esta estrutura é a base de continuidade das empresas, um meio de formar os membros da família, dos acionistas e da empresa na utilização dessa estrutura para preservar a estabilidade e a continuidade da empresa (Neves, 2001).

1.2.2 O Modelo dos Três Círculos

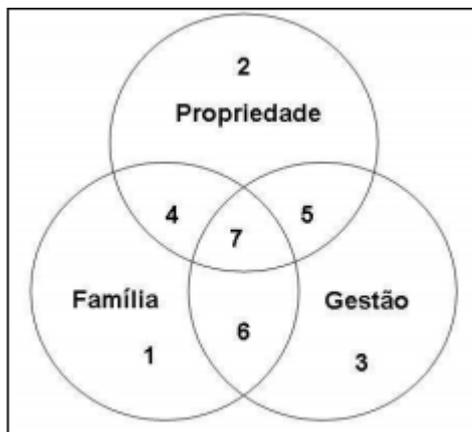
Ao longo dos anos foram criados vários modelos com o objetivo de explicar a complexidade do funcionamento deste tipo de organizações. Porém, é o Modelo dos três círculos, que se encontra em constante evolução, o que reúne um maior consenso entre os diversos autores (Leal, 2011) que assumem que os principais problemas das empresas familiares derivam da interseção de três sistemas distintos.

A estrutura de capital de uma EF depende do envolvimento da família em termos de gestão, propriedade e controlo (González et al., 2012).

Tal modelo fornece um esquema útil para a visualização dos potenciais conflitos que podem ser gerados a partir da interação dos diferentes papéis e expectativas dos indivíduos envolvidos na

empresa. É um modelo que considera as diferentes relações que podem existir numa EF, conforme se procura ilustrar na figura 7 que a seguir se apresenta.

Figura 7 Modelo de Três Círculos da Empresa Familiar



Fonte: Gersick et al (1997)

1 – Membros familiares que não possuem ações ou cotas da propriedade e que também não participam da gestão;

2 – Aqueles que são apenas proprietários, sem laços sanguíneos com a família empresária, cujo interesse recai no retorno sobre o investimento realizado;

3 – Pessoas que são apenas gestores, preocupados, principalmente, com a administração do negócio e com a evolução de suas carreiras;

4 – Proprietários que também fazem parte da família, procuram, além de dividendos, maior transparência nas informações e a divulgação das regras referentes ao acesso a postos de trabalho, entrada e saída de proprietários;

5 – Aqueles que são simultaneamente proprietários e gestores, procuram, além da liquidez dos investimentos, maior autonomia na gestão;

6 – Gestores que também fazem parte da família, interessados nas regras para a entrada na propriedade, nos planos de carreira e de sucessão;

7 – Pessoas que, ao mesmo tempo, fazem parte da família, da gestão e da propriedade, compartilhando muitos dos anseios acima listados, somados ao desafio de gerir a divergência de interesses e manter o foco nos negócios.

Para Neves (2001), estas categorias irão permitir identificar as fontes de conflito interpessoal, os dilemas, as prioridades e as fronteiras da família. A figura 7 sumariza as categorias e os respetivos interesses típicos.

A existência de três subsistemas, no caso das empresas familiares, com fronteiras difusas e com a confusão de patrimónios que geralmente se verifica nestas organizações, apresenta problemas específicos e é razão para se criar a figura do CA.

1.2.3 Governação e profissionalização de empresa familiar

De acordo com Rodrigues (2008), o CA pode delinear estratégias que ajudam a identificar e analisar os problemas familiares e empresariais. Atua como juiz na procura do equilíbrio entre ambos os subsistemas, equilíbrio esse que se consegue quando se gere adequadamente a empresa sem alterar a harmonia familiar. Para tal, a constituição do CA deverá assentar em administradores que não pertencem à família, com competências específicas no negócio. Para além destas funções, estão também investidas ao CA as competências que lhe são atribuídas por lei e as que afetam a propriedade da empresa (risco, desempenho, dividendos, liquidez).

As funções fundamentais do CA são a definição da estratégia a seguir e a sua implementação, a designação dos diretores, a remuneração dos acionistas, a aprovação e revisão dos planos de negócios, e assegurar o cumprimento da lei e dos estatutos.

1.2.4 Sucessão

Segundo Borges e Lima (2009), o processo de sucessão é um momento significativo no ciclo de vida da EF, já que o início de uma nova gestão pode propor melhorias à organização, ou mesmo o fracasso de tudo aquilo conquistado pelo fundador. A sucessão tem sido, ao longo dos anos, um dos temas mais pesquisados no campo dos estudos sobre empresas familiares, onde avaliam que predecessores, sucessores e a EF encontram-se em constante interação. Essa interação, associada à qualidade do processo de sucessão, pode conduzir à continuidade da EF.

Para Scheffer (1995) o processo de sucessão é de longo prazo no qual o sucedido deve preparar a empresa, os seus funcionários e principalmente o seu sucessor para mudanças, para que não ocorram erros na gestão do sucessor, devendo o sucedido ser responsável pela preparação de quem ocupará o seu lugar após o seu desligamento da empresa, tomando ações preventivas dentro do processo.

A importância da missão da família para o plano estratégico da empresa diferencia o planeamento estratégico em empresas familiares de empresas não familiares. Dyer (1986) acredita que o papel da empresa, da família e do conselho - e sua configuração cultural - é fundamental para a sucessão, propondo as seguintes condições para uma sucessão eficaz:

Condições da Empresa

1. A transição deve ocorrer quando a organização está relativamente "saudável".
2. O fundador deve afastar-se gradualmente do envolvimento ativo nas operações da empresa.
3. Deve existir um programa de treinamento e socialização bem desenvolvido para o sucessor.
4. Pode haver uma relação interdependente entre os fundadores e seus sucessores.

Condições Familiares

1. A família compartilha pontos de vista comuns sobre igualdade.
2. A família tem planos para emergências e outras contingências.
3. A família desenvolve mecanismos para resolver conflitos.
4. A família compartilha objetivos superiores.
5. Existe uma alta confiança entre os membros da família.

Condições do Conselho de Administração

1. As relações de poder são claras - pouca ambiguidade.
2. O conselho tem a experiência necessária para gerir problemas de ambos empresa e família.

Segundo Borges e Lima (2009), o processo de sucessão é um momento significativo no ciclo de vida da EF, já que o início de uma nova gestão pode propor melhorias à organização, ou mesmo o fracasso de todas as conquistas do fundador. Assim, o envolvimento de todos os colaboradores é importante para que a sucessão seja bem conduzida, pois a empresa depende deles para a continuidade dos negócios (AEP, 2011). Reuniões periódicas e técnicas de *brainstorming* contribuem para criar uma empresa mais coesa.

1.2.5 Medidas de criação de Valor

A eliminação do valor acionista observada, no seguimento de escândalos financeiros, tem motivado diversos autores a procurar estabelecer uma ligação entre as práticas de CG e o valor da empresa.

A credibilidade da informação financeira prestada aos diferentes *stakeholders* é essencial para uma maior confiança dos mercados e um bom sistema de CG é um incentivo para muitos investidores.

Para a criação de valor para os acionistas é necessário que a empresa estabeleça estratégias que garantam o retorno do investimento feito pelos acionistas.

As informações obtidas, unicamente, pelos relatórios de contas, podem limitar o entendimento e seguimento sobre a maximização da riqueza alcançada pelas empresas. Para expressar o desempenho e valor da empresa, há uma necessidade de estruturar a informação financeira (Araújo & Assaf Neto, 2003).

Assim, os modelos de avaliação de desempenho tradicionais apresentam especificidades, tais como: não incluem a exigência de rentabilidade mínima sobre o capital investido pelos acionistas e não incorporam para o risco associado à incerteza com relação aos resultados futuros. Além disso, alguns modelos são desenvolvidos para analisar a relação entre a situação financeira e económica da empresa (Medeiros, Andrade & Farias, 2015).

As empresas tendem a investir em ativos que apresentem maior potencial de agregação de valor às suas atividades. Logo, fatores financeiros e não financeiros podem influenciar direta ou indiretamente a criação de valor nas empresas.

II Metodologias

2.1 Caracterização do estudo

Este estudo pretende analisar em que medida a implementação do CG cria benefício para o desempenho de empresas de estrutura acionista familiar cotadas e verificar como pode ser aplicado em empresas de estrutura acionista familiar não cotadas.

De acordo, com o CSC e o Código dos Valores Mobiliários (CVM) incluem um conjunto de recomendações relativas ao seguimento de regras de conduta que devem ser tomadas em consideração durante o exercício de gestão e controlo das empresas cotadas em Portugal.

A obrigatoriedade de divulgação relativa ao governo de sociedades, principalmente pela CMVM, pode ajudar na análise qualitativa e quantitativa do CG em Portugal. A principal fonte de informação necessária para o estudo foi retirada dos relatórios de *Corporate Governance* das empresas familiares cotadas relativas aos exercícios económicos de 2016 a 2018. Para analisar o desempenho na aplicação de CG das empresas não cotadas, a informação tem por base os Relatórios e Contas dos mesmos períodos.

2.2 Descrição da Amostra

A amostra é constituída por 10 sociedades, correspondendo todas a empresas familiares. Foram selecionadas 5 sociedades de estrutura acionista familiar cotadas e 5 sociedades não cotadas.

Os dados foram recolhidos a partir do ano de 2016 pelo facto de a análise consistir no período de 3 anos, algumas das sociedades não cotadas ainda não terem disponíveis a informação detalhada referêcia de CG dos anos posteriores.

Tabela 1- Empresas de estrutura acionista familiar cotadas

A Corticeira Amorim, SGPS, S.A
Impresa, SGPS
Jerónimo Martins SGPS, S.A.
Mota Engil SGPS, S.A.
Sonae, SGPS

Apresentação das Empresas

- Corticeira Amorim, SGPS, S.A é uma *holding* portuguesa que se dedica à transformação de produtos de cortiça posicionada como líder mundial do setor.¹³
- Impresa é o maior grupo de comunicação social português, atuando em três áreas de negócio — edição impressa, digital e televisão.¹⁴
- Jerónimo Martins SGPS, S.A. é um grupo empresarial português de distribuição alimentar e retalho especializado, presente em Portugal, Polónia e Colômbia. Ocupa a 50ª posição

¹³ <https://www.amorim.com/corticeira-amorim/apresentacao/>

¹⁴ <https://impresa.pt/pt/apresentacao-do-grupo>

no *ranking* dos maiores retalhistas mundiais, no estudo anual “*Global Powers of Retailing 2020*”, realizado pela consultora *Deloitte*.¹⁵

- A Mota-Engil é um conglomerado português, líder nos setores da construção civil, obras públicas, operações portuárias, resíduos, águas e na logística.¹⁶
- A Sonae é um grupo empresarial multinacional, sediado na Maia, em Portugal. Está presente em 90 países, atuando em diversos setores, entre os quais se destacam o retalho, serviços financeiros, gestão de centros comerciais, software e sistemas de informação, media e telecomunicações.¹⁷

Tabela 2 – Empresas de estrutura acionista familiar não cotadas

A. SILVA MATOS, SA
GRUPEL, SA
J. & J. Teixeira, S.A
Perfichapa - Comércio De Produtos Siderurgicos, SA
OLI, SA

- A.SILVA MATOS - Fundada em 1980, que dedica-se à Indústria Metalúrgica com vista a desenvolver soluções de produção e ou armazenagem.¹⁸
- GRUPEL, SA - Iniciou a sua atividade, em 1976, produzindo e comercializando uma vasta gama de geradores de energia.¹⁹
- J. & J. Teixeira, S.A – Fundada em 1977 é líder ibérica no fornecimento e aplicação de carpintaria.²⁰
- Perfichapa - Comércio De Produtos Siderurgicos, SA – Dedicar-se ao mundo da construção, técnicas e processos construtivos .²¹
- OLI, SA – É a maior produtora de autoclismos da Europa do Sul e é a marca global de soluções de banho presente em 80 países dos cinco continentes²²

¹⁵ <https://www.jeronimomartins.com/pt/sobre-nos/quem-somos/perfil-do-grupo/>

¹⁶ <https://www.mota-engil.com/institucional/apresentacao/>

¹⁷ <https://sonae.pt/pt/sonae/o-grupo-e-os-negocios/>

¹⁸ <http://asmmetal.pt/pt/sobre-nos/>

¹⁹ <https://grupel.eu/quem-somos/>

²⁰ <http://www.jjteixeira.pt/quem-somos/default.aspx?idcont=150&title=missao-e-visao&idioma=pt>

²¹ <https://www.perfichapa.com/>

²² <https://www.oli-world.com/pt/empresa/a-oli/>

Setor de atividade

Os dois grupos económicos mais representados são o setor da indústria, com 40% das empresas da amostra e o Retalho alimentar com 20%.

Gráfico 1 – Setor de atividade das empresas da amostra (N=10)

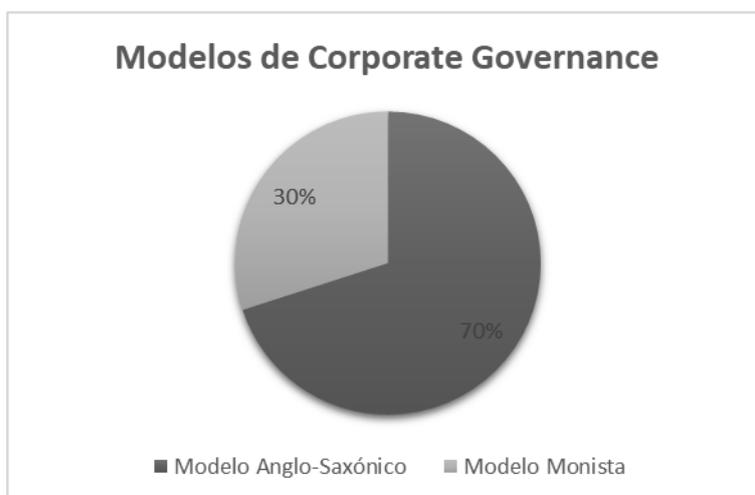


Fonte: Elaboração própria

Modelos de *Corporate Governance*

No gráfico 2 pode-se verificar que as 7 empresas da amostra adotaram o modelo de CG Anglo-Saxónico representam 70%. O modelo Monista representa cerca de 30% da amostra.

Gráfico 2 – Modelos de *Corporate Governance* adotados pelas empresas da amostra (N=10)



Fonte: Elaboração própria

Dimensão do Conselho de Administração

Em termos de dimensão do CA, 4 das 10 empresas da amostra (40%) são compostos por menos de 5 elementos, enquanto as restantes 6 empresas (60%) apresentam mais de 5 elementos nos seus CA.

Tabela 3 – Dimensão do Conselho de Administração (N=10)

Dimensão Conselho de Administração	Cotadas		Não cotadas		Total	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Menor ou igual a 5 elementos	0	0%	4	80%	4	40%
Mais de 5 elementos	5	100%	1	20%	6	60%
Total	5	100%	5	100%	10	100%

Fonte: Elaboração própria

Os grupos/empresas de estrutura acionista familiar cotados, têm todos mais de 5 elementos nos CA. Nas empresas não cotadas excetuando a OLI, SA todas têm administração com composição inferior a 5 elementos.

Gráfico 3 – Dimensão do Conselho de Administração



Fonte: Elaboração própria

Diversidade do Conselho de Administração

Relativamente ao tema diversidade, esta análise vai ser feita tendo em conta a separação a estrutura acionista familiar cotada e não cotada. Na diversidade de género, os CA das empresas seleccionadas são compostas maioritariamente por homens (cotadas 69%; não cotadas: 80%). Nas empresas não cotadas, só cerca de 20% dos membros dos CA são mulheres (Tabela 4).

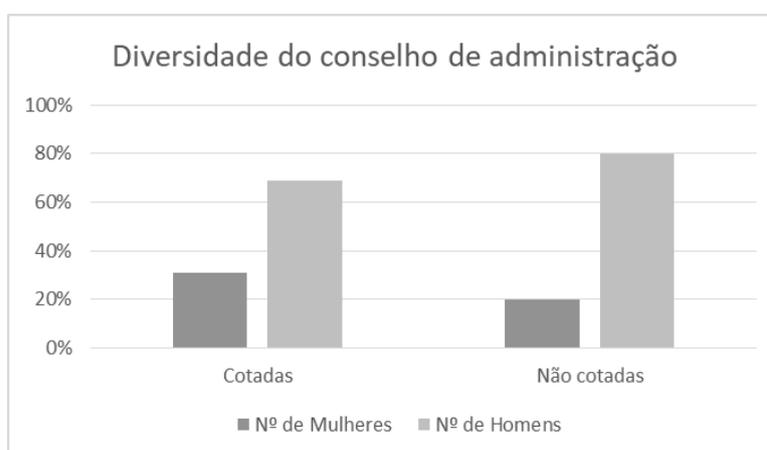
Tabela 4 – Diversidade do Conselho de Administração (N=10)

Empresas de Estrutura acionista Familiar				
	Cotadas	Total	Não cotadas	Total
Nº de Mulheres	14	31%	4	20%
Nº de Homens	31	69%	16	80%
Total	45	100%	20	100%

Fonte: Elaboração própria

A empresa cotada que apresenta um maior número de membros do sexo feminino no seu CA é a Mota Engil com 5 membros. As empresas não cotadas J. & J. Teixeira S.A, Perfichapa e GRUPEL S.A não apresentam mulheres nos conselhos de administração.

Gráfico 4 – Diversidade do Conselho de Administração



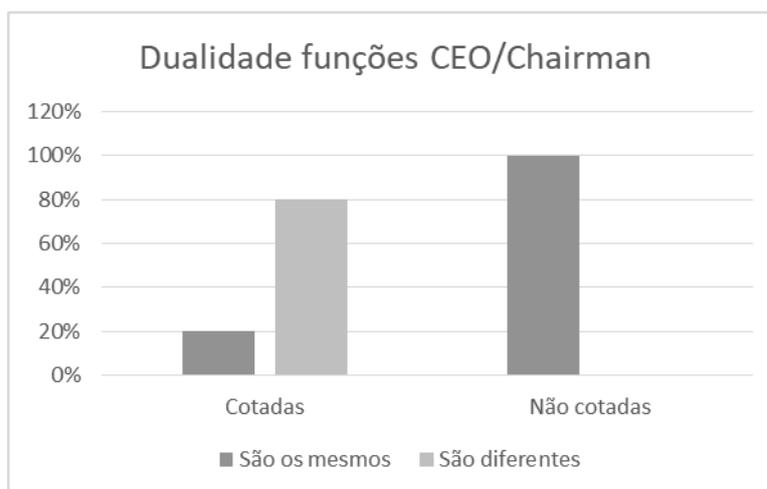
Fonte: Elaboração própria

Dualidade de funções CEO/Chairman

A separação entre os cargos de *chairman* e CEO é vista como uma peça importante para garantir boas práticas de governo das sociedades. De acordo com Cunha e Martins (2007) as empresas que separam estas funções obtêm, em média, melhor desempenho.

Como se pode observar no Gráfico 5, das empresas não cotadas a totalidade da amostra acumula estas duas funções numa só personalidade. No universo das cotadas há evidência da separação de funções. Esta dualidade supõe a separação dos cargos de presidente do CA e de CEO é apontada como um procedimento adequado para diminuir a concentração de poder.

Gráfico 5 – Dualidade funções CEO/Chairman



Fonte: Elaboração própria

2.3 Definição das variáveis

Com o objetivo de perceber se os mecanismos de CG analisados neste estudo afetam positivamente ou não a criação de valor das empresas selecionadas, foram utilizados dois conjuntos de variáveis para testar as hipóteses do estudo. O primeiro grupo é constituído por variáveis de performance, o *Return on Assets (ROA)*, *Return on equity (ROE)*. Estas variáveis serão as dependentes e para cada uma será feita uma regressão linear múltipla.

O segundo grupo de variáveis inclui os mecanismos de CG e é constituído por quatro variáveis: crescimento da empresa, dimensão e independência do CA e o *Leverage*.

As variáveis de *performance* (que em sentido lato são as que acrescentam valor à empresa) são obtidas através de informações contabilísticas da empresa.

As pesquisas empíricas sobre CG usam medidas baseadas no mercado ou medidas baseadas no relato financeiro das entidades para avaliar o desempenho da empresa. Klein (1998) usa o retorno sobre os ativos e Lo (2003) usa o retorno sobre o resultado líquido como um indicador de desempenho operacional.

Variáveis de *performance*

ROA - Rendibilidade do ativo

O ROA é uma medida de desempenho económico da empresa e o seu valor representa a capacidade dos bens e direitos de uma empresa em gerar rendimento (quer para os capitais dos acionistas, quer para os capitais dos credores através de financiamento). Quanto maior for o valor do ROA, melhor é a performance de uma empresa. Ou seja, permite que quem investe possa analisar qual o potencial de retorno que uma empresa oferece aos seus acionistas proporcionalmente aos seus ativos.

$$ROA = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Ativo total}}$$

ROE – Rendibilidade dos Capitais Próprios

O ROE é um indicador financeiro percentual que se refere à capacidade de uma empresa em gerar valor utilizando os seus capitais próprios.

O valor do ROE indica-nos a capacidade da empresa em remunerar os seus accionistas. É um indicador deveras importante para os investidores e é considerado um dos mais importantes nas finanças empresariais. Tendo em conta que é conveniente fazer a análise em termos evolutivos e comparativos com o sector em causa, quanto maior o valor do ROE, melhor a performance da empresa a esse nível.

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$$

Variáveis de CG

Como variáveis (dependentes) do “governo das sociedades”, vamos utilizar algumas que são descritas na revisão da literatura, já que não foi possível recolher informação suficiente que justifique a construção de um índice de cumprimento.

Independência do Conselho de Administração

A presença de membros independentes mostra-se como um importante mecanismo de governo que pode levar a uma melhor eficácia da supervisão do órgão (Said et al., 2009). Os membros independentes desempenham um papel central no cumprimento da lei e na defesa dos interesses das partes interessadas minoritárias. Além disso, os membros independentes mostram mais conformidade com a observância da lei e estão mais preocupados com a responsabilidade social da empresa.

A integração de administradores não executivos e independentes no órgão de administração é um fenómeno recente em Portugal e mais comum em sociedades de maior dimensão e com capital disperso (IPCG, 2018). É usualmente aceite que um CA constituído fundamentalmente por administradores executivos é visto como pouco eficaz pela excessiva concentração de poder existindo, contudo, evidência que aponta para a existência de uma relação significativa entre o número de membros independentes no CA e o desempenho da empresa porque as empresas com número mais elevado de membros independentes no CA apresentam, em média, um desempenho mais fraco (Cunha & Martins, 2007).

Herda (2014) examinaram a relação entre divulgação voluntária de relatórios de sustentabilidade de CG para as 500 maiores empresas norte-americanas. Encontraram evidência que quanto maior o conselho de administração maior é a probabilidade de obter relatórios de sustentabilidade de maior qualidade. Isto sugere, que uma maior independência do conselho influencia uma empresa a fornecer informações de maior qualidade e mais transparência no reporte às partes

interessadas. Azevedo (2013) defende que um maior número de administradores não executivos no CA incentiva o alinhamento de resultados, particularmente em países onde há concentração da propriedade e onde o mercado laboral para administradores não se encontra muito desenvolvido, como é o caso de Portugal.

Dimensão do Conselho de Administração

Jensen (1993) argumenta que os conselhos com maior número de membros tendem a ser menos eficazes do que os conselhos mais pequenos, sinalizando a existência de uma relação inversa entre a dimensão do conselho de administração e o valor da empresa. Segundo este autor, quando os conselhos ultrapassam sete ou oito membros têm menor probabilidade de funcionar corretamente e são mais facilmente controláveis pelo CEO. Um maior número de membros poderá resultar numa capacidade de comunicação deficiente e numa menor focalização na resolução de problemas da empresa. Alguns gestores poderão adotar uma atitude passiva se sentirem que o seu contributo é menos importante.

As normas e a legislação portuguesa (CMVM, 2015; IPCG, 2018) recomendam que o CA deve ter um número de membros que deve garantir a otimização do processo de tomada de decisão, e que permita às empresas maximizar seu valor e desempenho.

Se o CA for muito pequeno, a capacidade de supervisionar os diretores executivos não será eficiente. Se for muito grande, pode restringir a eficácia do processo de tomada de decisão. Também é aconselhado que o CA deve incluir um número suficiente de administradores não executivos, cuja função é monitorar e avaliar a gestão do empresa pelos membros executivos do conselho. A avaliação formal do CA é da responsabilidade da assembleia geral (E.Vieira, J.Neiva, 2019).

A legislação portuguesa não fixou um número determinado para os órgãos de administração, mas segundo o CSC, “o Conselho de Administração é composto pelo número de administradores fixados no contrato de sociedade”.²³

Tabela 5 – Variáveis de *Corporate Governance*

Variável	Descrição	Cálculo
INDCA	Independência do Conselho de Administração	Assume o valor 1 se a percentagem dos membros independentes for superior a 25% Caso seja inferior, assume o valor 0.
DIMCA	Dimensão do Conselho de Administração	Logaritmo natural do número total de membros do CA

Fonte: Elaboração própria

²³ N.º1 do art.390.º do CSC

Variáveis de Controle

A seleção das variáveis de controle foi efetuada com base na possível influência que as mesmas podem exercer sobre as variáveis dependentes e sobre as variáveis explicativas. Deste modo, para esse efeito foram escolhidas três variáveis de controle, a saber, tamanho da empresa, endividamento e crescimento da empresa.

Em média, as empresas de maior dimensão têm melhor desempenho porque são capazes de diversificar o seu risco (Ghosh, 1998). Além disso, têm mais analistas que estão a acompanhar o desempenho. Por outro lado, “as empresas de menor dimensão são mais criativas, inovadoras e mudam mais prontamente para melhorar o valor” (Hannan e Freeman, 1989).

“A suposição de boas práticas de governação devem promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade e transparência da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades” (IPCG, 2018).

A amostra utilizada no estudo é constituída por empresas de várias dimensões e com diferentes características. De forma a ser possível reflectir o efeito dessas especificidades são utilizadas duas variáveis de controle: crescimento e o *leverage* das empresas.

- *Leverage*
- Crescimento da Empresa

Tabela 6 – Variáveis de controle

Variável	Descrição	Cálculo
LEV	<i>Leverage</i>	<i>Leverage</i> = Passivo/Total ativo
CEMPR	Crescimento da Empresa	Crescimento da empresa= Ativo total líquido n - Ativo total líquido n-1 / Ativo total líquido n-1

Fonte: Elaboração própria

2.4 - Metodologia de análise

Com o objetivo de perceber se os mecanismos de CG analisados neste estudo afetam positivamente ou não a criação de valor das empresas selecionadas, foram utilizados dois conjuntos de variáveis para testar as hipóteses do estudo. O primeiro grupo é constituído por variáveis de *performance*, o ROA, ROE. Estas variáveis serão as dependentes e para cada uma será feita uma regressão linear múltipla.

Será analisado o peso das componentes de CG face ao desempenho financeiro das empresas selecionadas (variáveis dependentes - ROA, ROE); considerando variáveis independentes: independência do Conselho de Administração (INDCA); dimensão do Conselho de Administração (DIMCA), crescimento da empresa (CEMPR) e o *Leverage* (LEV).

Hipóteses

(Hipótese nula) Ho: As componentes de CG não têm impacto sobre seu desempenho financeiro.

(Hipótese alternativa) Ha: As componentes de CG têm impacto sobre seu desempenho financeiro da empresa

Com recurso ao *software R Studio* realizaram-se vários testes (regressão linear múltipla, correlação, teste F), com o objetivo de avaliar o peso de cada variável independente na *performance* da empresa.

As duas equações a seguir foram formuladas para análise:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1. CEMPR + \beta_2. INDCA + \beta_3. DIMCA + \beta_4. LEV + E$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1. CEMPR + \beta_2. INDCA + \beta_3. DIMCA + \beta_4. LEV + E$$

III Resultados e Discussão

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva do ROA e do ROE (variáveis dependentes), bem como do crescimento da empresa, independência e dimensão do Conselho de Administração e *Leverage* (variáveis independentes) das empresas familiares cotadas e não cotadas desde 2016 a 2018.

Tabela 7: Estatística descritiva das variáveis em estudo (N = 30)

	Mínimo	Máximo	Mediana	Média	DP	Assimetria	Curtose
ROA	0.003	0.336	0.037	0.059	0.066	2.692	9.928
ROE	0.008	0.394	0.105	0.124	0.107	1.182	0.862
Crescimento da empresa	0.121	1.472	1.054	1.068	0.228	-2.219	10.049
<i>Leverage</i>	0.05723	6.141	0.606	0.789	1.032	5.120	27.373
DIMCA	0.0000	3.044	1.700	1.575	0.875	-0.233	-0.628

Fonte: Elaboração própria

Verificaram-se resultados bastante coerentes para as duas variáveis dependentes ROA (33,6%) e ROE (39,4%). Uma vez que empresas, apresentam no período em análise, demonstrações financeiras resultados líquidos e capital próprio positivos.

A dimensão do CA manteve-se ao longo do triênio em análise, através do número de membros que o constitui (sem o logaritmo natural) de forma a ser mais perceptível qual a dimensão efetiva do conselho das empresas em análise. A dimensão média do CA era de 1,575 membros e o máximo ascendia a 21 membros.

Matriz de correlações

A tabela 8 retrata os coeficientes de correlação de *Pearson* para analisar a associação linear entre as variáveis em estudo. Verificam-se correlações significativas, negativas e fracas entre o ROE e o crescimento da empresa, ou seja, à medida que o crescimento da empresa aumenta o ROE diminui. Por sua vez, constatam-se correlações significativas, moderadas a fortes, entre o ROE e as variáveis independentes (crescimento da empresa, *leverage*, independência do CA e dimensão do CA).

Isto é, quanto maior ROE, maior o crescimento da empresa, maior o *leverage*, maior a independência CA e menor a dimensão do CA. Entre as variáveis independentes, encontram-se correlações significativas, e na sua maioria, moderadas a fortes.

Tabela 8: Coeficiente de correlação de *Pearson* para as variáveis em estudo (N = 30)

	ROA	ROE	CEMPR	LEV	INCA	DIMCA
ROA	1					
ROE	0.287***	1				
CEMPR	-0.094***	0.038*	1			
LEV	0.118***	0.207***	0.769***	1		
INCA	-0.254***	0.198***	-0.095***	0.194***	1	
DIMCA	-0.232***	0.142***	-0.150***	0.165***	0.770***	1

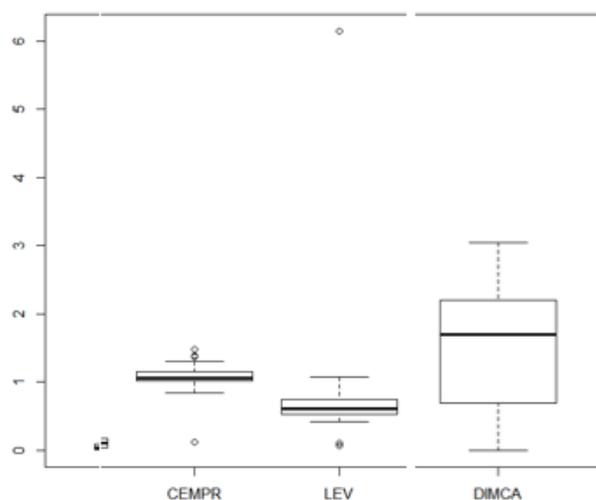
²⁴*p < 0.05, ***p < 0.001

Fonte: Elaboração própria

A tabela 8, permite ainda perceber o grau de associação entre as variáveis correspondentes ao CEMPR e LEV, que se encontra destacado a negrito. Este coeficiente de correlação é significativo ao nível de 5% e apresenta o valor de 0,769, concluindo-se que é um valor forte²⁵.

No gráfico 6 é possível observar o boxplot que significa uma comparação gráfica entre as variáveis independentes relevantes para a análise. É possível observar que o conjunto dos dados tem uma distribuição simétrica. No entanto a existência de *outliers* indica que há valores discrepantes.

Gráfico 6 - Boxplot variáveis independentes empresas cotadas e não cotadas



²⁴ *Significância estatística ao nível de 5%. Considerados os anos de 2016, 2017 e 2018

²⁵ De acordo com a classificação de Franzblau (1958), onde: valores (positivos ou negativos) entre 0 e 0,2 são negligenciáveis; entre 0,2 e 0,4 correspondem a uma fraca correlação; entre 0,4 e 0,6 indicam correlação moderada; entre 0,6 e 0,8 apresentam correlação forte; e entre 0,8 e 1 registam uma correlação muito forte.

Análise do Modelo

Tabela 9 – Regressão linear múltipla com a Rendibilidade do Ativo como variável dependente (N = 30)

Variável dependente: Rendibilidade do Ativo				
	B	EP B	β	p
Constante	0.160	0.132		0.236
Crescimento da empresa	-0.062	0.097	-0.646	0.236
<i>Leverage</i>	-0.006	0.022	-0.318	0.753
Independência do Conselho de Administração	-0.025	0.039	-0.64	0.528
Dimensão do Conselho de Administração	-0.011	0.023	-0.318	0.67

F-statistic: 0.6037, p = 0.663; R²= 0.088, R² Ajustado = -0.578

Nível de significância 5%

Nota: R²= Coeficiente de determinação; EP B = Erro padrão do coeficiente não estandardizado, determinação ajustado

B = Coeficiente de regressão não estandardizado; β = Coeficiente de regressão estandardizado,

Fonte: Elaboração própria

Espera-se que os coeficientes estimados (B) apresentem determinados sinais para cada um dos mecanismos de CG considerados nesta dissertação.

A equação para prever ROA através do crescimento da empresa, independência do CA, dimensão do CA e *leverage*.

$$ROA = 0.160 - 0.062 \text{ CEMPR} - 0.025 \text{ INDCA} - 0.010 \text{ DIMCA} - 0.006 \text{ LEV}$$

Verifica-se que a o crescimento da empresa, dimensão do CA, independência do CA e *leverage* explicam 8,8% do ROA (R² = 0.088). Analisando a significância dos coeficientes das variáveis independentes, verifica-se que o crescimento da empresa [B = -0.062, β = -0,646, p = 0,236] e a independência do CA [B = -0,025, β = -0,64, p = 0,528] são preditores significativos do ROA. Ou seja, quando o crescimento da empresa aumenta uma unidade, o ROA diminui em 0.062 unidades.

Tabela 10 – Regressão linear múltipla com a Rendibilidade dos Capitais Próprios como variável dependente (N = 30)

Variável dependente: Rendibilidade dos Capitais Próprios				
	B	EP B	β	p
Constante	0.284	0.212		0.191
Crescimento da empresa	-0.121	0.156	-0.771	0.448
<i>Leverage</i>	-0,040	0.348	-1.151	0.261
Independência do Conselho de Administração	-0.035	0.634	0.557	0.583
Dimensão do Conselho de Administração	-0.011	0.037	-0.292	0.773

F-statistic: 0.6265, p- value= 0,648; R²= 0,091, R² Ajustado = -0,054

Nível de significância 5%

Nota: R²= Coeficiente de determinação; EP B = Erro padrão do coeficiente não estandardizado, determinação ajustado

B = Coeficiente de regressão não estandardizado; β = Coeficiente de regressão estandardizado,

Fonte: Elaboração própria

A equação para prever ROE através do crescimento da empresa, independência do CA, dimensão do CA e *leverage*.

$$ROE = 0.284 - 0.121 CEMPR + 0.035 INDCA - 0.011 DIMCA - 0.040LEV$$

Verifica-se que a o crescimento da empresa, dimensão do CA, independência do CA e *leverage* explicam 9,1% do ROE (R² = 0.091).

No que diz respeito à variável INDCA, foi referido na revisão de literatura que uma maior independência do conselho influencia uma empresa a fornecer informações de maior qualidade e mais transparência quando reportar às partes interessadas. Previsivelmente, espera-se que o coeficiente estimado de INDCA seja positivo (B >0). Parece existir uma certa indeterminação sobre o efeito da dimensão do Conselho de Administração na criação de valor das empresas.

Os coeficientes de determinação (R²) os valores não são suficientemente altos (ou seja, mais de 0,50). No entanto de valores do teste F são maiores que 0,05.

Existem coeficientes Beta positivos. Assim, o peso das variáveis de CG têm impacto positivo no desempenho financeiro da empresa.

Todos os valores p-value são superiores a 0,05. Assim, o peso das variáveis independentes não têm impacto significativo no desempenho financeiro de empresa.

Com base nestes resultados, aceita-se a hipótese nula e rejeita-se a hipótese alternativa.

Assim, pode-se inferir dos resultados estatísticos das variáveis independentes não possuem um impacto positivo significativo no desempenho financeiro das empresas. No entanto a pesquisa descobriu o impacto positivo entre as variáveis de CG sobre a criação de valor.

As variáveis de CG como a dimensão do CA e a independência do CA, influenciam significativamente a criação de valor nas sociedades. As variáveis de controlo, como o crescimento da empresa e o *leverage* não têm impacto significativo sobre a criação de valor nas empresas da amostra. Neste caso, o resultado não está em concordância com o observado por Aggarwal (2013) no seu estudo.

Limitações do Estudo

O presente estudo está sujeito algumas limitações. Primeiramente, o tamanho da amostra é significativamente pequeno (10 empresas familiares).

Também o período de tempo da pesquisa é curto (3 anos). A maior dificuldade deve-se ao facto de encontrar a informação que está disponível nas sociedades não cotadas, por essa razão as variáveis a utilizar tinham de ser comuns às sociedades cotadas, o que acabou por mostrar que o modelo adotado não é suficientemente robusto para provar que o benefício de seguir as regras de CG é superior ao seu custo e, como tal, potencialmente, gerador de valor para as sociedades.

Esta análise sobre o governo das sociedades não procura impor modelos rígidos e uniformes. O objetivo é contribuir para a otimização do desempenho das empresas e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na atividade societária.

Por último, o estudo não considera variáveis de controlo como idade da empresa, dimensão da empresa, intensidade de capital ou tipo de indústria. Os resultados do estudo devem ser interpretados face a estas limitações, devendo a investigação futura acautelar, mitigar e acomodar as limitações identificadas.

IV Conclusão

A presente dissertação teve como objetivo analisar a criação de valor no desempenho económico de empresas familiares cotadas e não cotadas. Os resultados obtidos diferem de acordo com a medida de *performance* das empresas utilizadas. Quando se utilizou a análise do ROA, nenhuma das variáveis de CG era significativa na explicação da *performance*. No entanto, é possível concluir que a independência dos membros do CA (igual ou superior a 25%), assim como uma maior dimensão do mesmo (DIMCA) afeta positivamente os resultados das empresas portuguesas consideradas na amostra.

Através da metodologia e utilizando o *software R Studio*, a variável dependente com melhores resultados para a amostra utilizada é o ROE. De facto, os resultados mostram que os fatores determinantes na criação de valor para os acionistas é o número total de Administradores do CA, o crescimento da empresa e o *leverage*. Por tudo isto, é possível concluir que existem, de facto, características de *Corporate Governance* a influenciar a criação de valor das empresas familiares cotadas e não cotadas.

A composição do CA deve ter membros com um perfil diversificado, desde administradores independentes a uma dimensão que permita a criação de comissões, para debater ideias e tomar decisões isentas e devidamente fundamentadas. Esta diversidade de membros permite, assim, que a empresa beneficie da tomada de decisão com mais qualidade e segurança. De acordo com Jensen & Meckling (1976), a relação de agência é materializada por um contrato em que o acionista mandata o administrador, para este agir por sua conta de acordo com os seus interesses, ou seja, para realizar algum serviço a seu favor, envolvendo a delegação da autoridade da decisão. Perante esta situação, a maximização da função do administrador pode conduzir a que o mesmo não atue de acordo com os interesses da empresa.

Os custos de agência também podem condicionar a estrutura de capitais usada pelas empresas com o argumento da necessária separação entre propriedade e controlo. Assim, podem surgir conflitos de interesses entre os agentes e os custos que as empresas terão que suportar podem ser elevados. Esses custos são designados como custos de equidade de agência, dado que os gestores podem estar envolvidos em atividades de valor *Corporate Governance* e Criação de Valor nas empresas familiares que não geram qualquer benefício para a empresa, mas sim para benefícios pessoais, podendo daí resultar numa redução de valor das empresas.

A literatura existente sugere, que a CG está associada a uma maior criação de valor das empresas.

O objetivo deste estudo foi estudar a relação de alguns mecanismos de CG selecionados na literatura (dimensão do CA, dualidade do CEO/*Chairman*, independência do CA) com a *performance* (ROA e ROE) das empresas portuguesas familiares cotadas e não cotadas, durante o triénio de 2016 a 2018.

Tipicamente, as EF têm uma estrutura decisória menos formal e burocrática. Estas características são mais notórias no início da sua constituição, na medida em que a gestão é exercida quase exclusivamente pelo sócio fundador e pelos entes familiares que com este participam no negócio. As decisões da sociedade não são (grande parte das vezes) tomadas pelos órgãos societários competentes.

Do ponto de vista das melhores práticas societárias, esta estrutura decisória menos formal, traço comum das EF, afigura-se como negativa. A celeridade não pode, nem deve, ser conseguida através do sacrifício dos preceitos legais e do respeito pelas estruturas orgânicas. É, pois, essencial que numa EF a estrutura societária, as políticas internas e a estratégia sejam estabelecidas de forma clara, de modo a que não haja arbitrariedade na gestão, e se consiga uma dinâmica estratégica de longo prazo.

Em síntese, é possível afirmar que é crucial que o tema da CG assuma uma importância cada vez maior nas empresas, para que a transparência e a credibilidade sejam uma realidade bem presente nos mercados cada vez mais integrados. Os investidores dão grande importância a estes fatores e se sentirem confiança nas empresas, certamente colocarão mais capital a circular nas mesmas e será uma mais valia para a economia global.

Bibliografia

- AEP (2011). Livro Branco da Sucessão Empresarial – O Desafio da Sucessão Empresarial em Portugal. Associação Empresarial de Portugal.
- Aggarwal, P. (2013). Impact of Corporate Governance on Corporate Financial Performance. *IOSR Journal of Business and Management*, volume 13, Issue 3.
- Alves, C. A., Gama, A. P. M., Afonso, C., Ana, A., & Matias, P. (2020). A performance das empresas familiares: uma perspectiva da influência da família, 163–182. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i1.4040>.
- Araújo, A., Assaf, Neto, A. (2003). A contabilidade tradicional e a contabilidade baseada em valor. *Rev. contab. finanç.* vol.14 no.33.
- Arruda, G. S. De. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração Da UFSM*, 1(1), 71–84. <https://doi.org/10.5902/19834659570>.
- Azevedo, N. (2013). Sistemas de governação das Sociedades e gestão de Resultados: O caso Português. Dissertação de Mestrado, Lisboa: Universidade Técnica de Lisboa.
- Batista, C. (2009). As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal. Porto: Faculdade de Economia do Porto.
- Borges, A. F., Lima, J. B. (2009). A construção do processo de sucessão empreendedora em empresas familiares. In: encontro da associação nacional de pós graduação e pesquisa em administração, 33, SP: ANPAD.
- Campos, L. (2015). Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal. Instituto Politécnico de Bragança. Retrieved from https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/12640/1/Lira_Campos.pdf.
- Carvalho, A. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32.
- Chagas, J. (2020). Governança corporativa: aplicabilidade do conceito, dos princípios e indicadores à gestão de pequenas e médias organizações. Disponível em: <<http://eco.unne.edu.ar/contabilidad/costos/VIIIcongreso/085.doc>>. Acesso em: 20 out. 2020.
- Chua, J., Chrisman, J., & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 19–40.
- Clarke, T. (2010). The Globalisation of Corporate Governance. *International Corporate Governance*, 402–418. https://doi.org/10.4324/9780203300725_chapter_7.
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, <http://www.cmvm.pt>

- CMVM (2013). CMVM Regulation: Corporate governance. Retrieved from: www.cmvm.pt
- CMVM (2015). CMVM corporate governance code. Retrieved from: www.cmvm.pt
- Crowther, D., & Seifi, S. (2011). Corporate Governance and International Business.
- Cunha, V. L. (2005). O Governo das sociedades e o desempenho das sociedades anónimas Portuguesas. Tese de Mestrado em Contabilidade e Administração. Universidade do Minho.
- Cunha, V., & Martins, A. (2007). O conselho de administração e o desempenho das Sociedades. 2, Contabilidade e Gestão, n.º 4 67-92.
- Davis, J., Schoorman, F., Donaldson, I. (1997). "Toward a Stewardship Theory of Management, Academy of Management Review, Vol. 22 Nº1.
- Donaldson, I., Davis, J. (1991). "stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", Australian Journal of Management, Vol. 16.
- Duarte, T. A. (2008). 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, Dissertação de mestrado, apresentada na Universidade Técnica de Lisboa.
- Dyer, W. G. (1986). Cultural Change in Family Firms: Anticipating and Managing Business and Family Transitions. San Francisco: Jossey-Bass.
- Faria, I. M. V., & Góis, C. M. G. G. (2015). Governo das Sociedades - Transparência ou Marketing Retrieved from https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/11474/1/Isilda_Faria.pdf.
- Ferreira, L. M. (2018). Auto-regulação de 'corporate governance' já está em vigor. Jornal Económico. Retrieved from <https://jornaleconomico.sapo.pt/noticias/auto-regulacao-de-corporate-governance-ja-esta-em-vigor-283002>.
- Franzblau, A., (1958). A Primer of Statistics for Non-Statisticians, Harcourt, Brace & World, New York (Chap. 7).
- Gallo, Miguel A. (2001), Consejos de Administración. Estudios y Ediciones IESE, Barcelona.
- Gallo, Miguel A., Ribeiro E., Vítor S. (1996). A gestão das Empresas Familiares. Cadernos Iberconsult, Lisboa.
- Gersick, K.E., et al (1997). Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business. Boston: Harvard Business School Press.

- Ghosh, A. (1998). 'Does Accounting Base Performance Really Improve Following Corporate Acquisitions? Working Paper (Zickling School of Business, Baruch College (CUNY), New York, USA.
- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., & Trujillo, M. A. (2012). Family Firms and Debt: Risk Aversion versus Risk of Losing Control. Rochester, NY: Social Science Research Network.
- Hannan, M.T. and J. Freeman (1989). Organizational Ecology (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press) American Journal of Sociology, n. 82.
- Herda, D.N. (2014). The effect of country-level investor protection on the voluntary assurance of sustainability reports. *J. Int. Financ. Manag. Account.* 25, 209-236.
- IPCG (2018). Corporate governance code. Retrieved from: www.cgov.pt
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3
- Jensen, Michael C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*. 48: 831–880.
- Klein A. (1998). Firm performance and board committee structure, *Journal of Law and Economics* 275–303.
- Leal, J. (2011). *Empresas Familiares - reflexão sobre o seu governo e sucessão*. Lisboa: Católica Lisbon School of Business and Economics
- Lo K. (2003). Economic consequences of regulated changes in disclosures: the case of executive compensation, *Journal of Accounting and Economics* 35(3):285–314.
- Lourenço, M. et al. (2008). Corporate governance – factor de prevenção da fraude contabilística, *Revista TOC* 101.
- Mack, S. (2019). Seven Characteristics of Good Corporate Governance, <https://smallbusiness.chron.com/seven-characteristics-good-corporate-governance-57207.html>.
- Marques, M. (2008). O que é o “Corporate Governance”; *Revista de Auditoria Interna*, nº17, Outubro/Dezembro
- Medeiros, Andrade & Farias, (2015). Análise de rentabilidade e criação de valor: Um estudo de caso em uma empresa brasileira de capital aberto no setor de cosméticos. *Revista de Administração e Contabilidade da FAT*, v. 7, n. 2.
- Mendes, V., Alves, C.,(2001). “As Recomendações da CMVM relativas ao Corporate Governance e à Performance das Sociedades”, *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 12, pp. 57-88.
- Mohamad, S. (2004). The Importance of Effective Corporate Governance. *SSRN Electronic Journal*.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.617101>

- Moreira, J. M., Gonçalves, H., & Oliveira, G. A. De. (2004). Corporate governance em Portugal. XII Conferência Anual de Ética, Economia Y Dirección, 1–19. <https://doi.org/10.1007/s10997-005-4028-7>.
- Neves, João C. (2001), «A sucessão na empresa familiar: a estrutura de Governo e o controlo do capital». Conferência de Finanças, Universidade dos Açores, Junho.
- OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2004). “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”. Grupo de Orientação sobre o Governo das Sociedades da OCDE.
- Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, Dezembro de 2010
- Rodrigues, J. (2008). Corporate Governance: Uma Introdução. Edições Pedagogo, Coleção Movimento.
- Said, R. et al (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Soc. Responsib J.*5, 212-226.
- Scheffer, A. (1995). Fatores facilitadores e dificultantes ao processo de sucessão familiar. *Revista de Administração, São Paulo*, v. 30, n. 3, p. 80-90.
- Serafim, E. e Quelhas, G. Alledi, C (2010) Histórico e Fundamentos da Governança Corporativa – Contribuições para a sustentabilidade das Organizações – VI Congresso Nacional em Excelência em Gestão.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Siebels, J., Knyphausen-Aufse, D (2012). “A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance”, *International Journal of Management Reviews*, Vol. 14 Nº 3.
- 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, 191.
- Vieira, E., Neiva J., (2019). Board of directors specificities in the context of Portuguese corporate governance and corporate law- *Corporate Law and Governance Review*: 41-57.
- Zhong, N. Wang, S., Yang, R. (2017) “Does Corporate Governance Enhance Common Interests of Shareholders and Primary Stakeholders”, *Journal of Business Ethics* 141:411–431
- Zingales, L. (1997) Corporate Governance. National Bureau of Economic Research, Cambridge, NBER Working Paper Series.

Anexos

Anexo I

CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES - 2018 revisto em 2020 Recomendações²⁶

I.1. Relação da sociedade com investidores e informação
I.1.1. A sociedade deve instituir mecanismos que assegurem, de forma adequada e rigorosa, a atempada divulgação de informação aos seus órgãos sociais, aos acionistas, aos investidores e demais stakeholders, aos analistas financeiros e ao mercado em geral
I.2. Diversidade na composição e funcionamento dos órgãos da sociedade
I.2.1. As sociedades devem estabelecer critérios e requisitos relativos ao perfil de novos membros dos órgãos societários adequados à função a desempenhar, sendo que, além de atributos individuais (como competência, independência, integridade, disponibilidade e experiência), esses perfis devem considerar requisitos de diversidade, dando particular atenção ao do género, que possam contribuir para a melhoria do desempenho do órgão e para o equilíbrio na respetiva composição.
I.2.2. Os órgãos de administração e de fiscalização e as suas comissões internas devem dispor de regulamentos internos — nomeadamente sobre o exercício das respetivas atribuições, presidência, periodicidade de reuniões, funcionamento e quadro de deveres dos seus membros — divulgados na íntegra no sítio da Internet da sociedade, devendo ser elaboradas atas das respetivas reuniões.
I.2.3. A composição e o número de reuniões anuais dos órgãos de administração, de fiscalização e das suas comissões internas devem ser divulgados através do sítio Internet da sociedade.
I.2.4. Deve ser adotada uma política de comunicação de irregularidades (whistleblowing) que garanta os meios adequados para a comunicação e tratamento das mesmas com salvaguarda da confidencialidade das informações transmitidas e da identidade do transmitente, sempre que esta seja solicitada.
I.3. Relação entre órgãos da sociedade
I.3.1. Os estatutos ou outras vias equivalentes adotadas pela sociedade devem estabelecer mecanismos para garantir que, dentro dos limites da legislação aplicável, seja permanentemente assegurado aos membros dos órgãos de administração e de fiscalização o acesso a toda a informação e colaboradores da sociedade para a avaliação do desempenho, da situação e das perspetivas de desenvolvimento da sociedade, incluindo, designadamente, as atas, a documentação de suporte às decisões tomadas, as convocatórias e o arquivo das reuniões do órgão de administração executivo, sem prejuízo do acesso a quaisquer outros documentos ou pessoas a quem possam ser solicitados esclarecimentos.
I.3.2. Cada órgão e comissão da sociedade deve assegurar, atempada e adequadamente, o fluxo de informação, desde logo das respetivas convocatórias e atas, necessário ao exercício das competências legais e estatutárias de cada um dos restantes órgãos e comissões

²⁶ Fonte: IPCG - Corporate governance code: www.cgov.pt

I.4. Conflitos de interesses
I.4.1. Por regulamento interno ou via equivalente, os membros dos órgãos de administração e de fiscalização e das comissões internas ficam vinculados a informar o respetivo órgão ou comissão sempre que existam factos que possam constituir ou dar causa a um conflito entre os seus interesses e o interesse social.
I.4.2. Deverão ser adotados procedimentos que garantam que o membro em conflito não interfere no processo de decisão, sem prejuízo do dever de prestação de informações e esclarecimentos que o órgão, a comissão ou os respetivos membros lhe solicitarem.
I.5. Transações com partes relacionadas
I.5.1. O órgão de administração deve divulgar, no relatório de governo ou por outra via publicamente disponível, o procedimento interno de verificação das transações com partes relacionadas.
I.5.2. O órgão de administração deve comunicar ao órgão de fiscalização os resultados do procedimento interno de verificação das transações com partes relacionadas, incluindo as transações objeto de análise, com periodicidade pelo menos semestral.
II . ACIONISTAS E ASSEMBLEIA GERAL
II.1. A sociedade não deve fixar um número excessivamente elevado de ações necessárias para conferir direito a um voto, devendo explicitar no relatório de governo a sua opção sempre que a mesma implique desvio ao princípio de que a cada ação corresponde um voto.
II.2. A sociedade não deve adotar mecanismos que dificultem a tomada de deliberações pelos seus acionistas, designadamente fixando um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.
II.3 A sociedade deve implementar meios adequados para a participação dos acionistas na Assembleia Geral à distância, em termos proporcionais à sua dimensão. II.4. A sociedade deve ainda implementar meios adequados para o exercício do direito de voto à distância, incluindo por correspondência e por via eletrónica.
II.5. Os estatutos da sociedade que prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único acionista, de forma individual ou em concertação com outros acionistas, devem prever igualmente que, pelo menos de cinco em cinco anos, seja sujeita a deliberação pela assembleia geral a alteração ou a manutenção dessa disposição estatutária — sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal — e que, nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione.
II.6. Não devem ser adotadas medidas que determinem pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração e que se afigurem suscetíveis de prejudicar o interesse económico na transmissão das ações e a livre apreciação pelos acionistas do desempenho dos administradores.
III . ADMINISTRAÇÃO NÃO EXECUTIVA E FISCALIZAÇÃO
III.1. Sem prejuízo das funções legais do presidente do conselho de administração, se este não for independente, os administradores independentes devem designar entre si um coordenador para, designadamente, (i) atuar, sempre que necessário, como interlocutor com o presidente do conselho de administração e com os demais

<p>administradores, (ii) zelar por que disponham do conjunto de condições e meios necessários ao desempenho das suas funções; e (iii) coordená-los na avaliação do desempenho pelo órgão de administração prevista na recomendação V.1.1.</p>
<p>III.2. 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 deve ser adequado à dimensão da sociedade e à complexidade dos riscos inerentes à sua atividade, mas suficiente para assegurar com eficiência as funções que lhes estão cometidas, devendo constar do relatório de governo a formulação deste juízo de adequação.</p>
<p>III.3. Em todo o caso, o número de administradores não executivos deve ser superior ao de administradores executivos.</p>
<p>III.4. Cada sociedade deve incluir um número não inferior a um terço, mas sempre plural, de administradores não executivos que cumpram os requisitos de independência. Para efeitos desta recomendação, considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de: i. Ter exercido durante mais de doze anos, de forma contínua ou intercalada, funções em qualquer órgão da sociedade; ii. Ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos três anos; iii. Ter, nos últimos três anos, prestado serviços ou estabelecido relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo, seja de forma direta ou enquanto sócio, administrador, gerente ou dirigente de pessoa coletiva; iv. Ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo para além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador; v. Viver em união de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha reta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores da sociedade, de administradores de pessoa coletiva titular de participação qualificada na sociedade ou de pessoas singulares titulares direta ou indiretamente de participação qualificada; vi. Ser titular de participação qualificada ou representante de um acionista titular de participações qualificadas.</p>
<p>III.5. O disposto no parágrafo (i) da recomendação III.4 não obsta à qualificação de um novo administrador como independente se, entre o termo das suas funções em qualquer órgão da sociedade e a sua nova designação, tiverem entretanto decorrido pelo menos três anos (cooling-off period).</p>
<p>III.6. Com respeito pelas competências que lhe são conferidas por lei, o órgão de fiscalização avalia e pronuncia-se sobre as linhas estratégicas e a política de risco, previamente à sua aprovação final pelo órgão de administração.</p>
<p>III.7. As sociedades devem dispor de comissões especializadas em matéria de governo societário, nomeações e avaliação de desempenho, separada ou cumulativamente. No caso de ter sido criada a comissão de remunerações prevista pelo artigo 399º do Código das Sociedades Comerciais, e de tal não ser proibido por lei, esta recomendação pode ser cumprida mediante a atribuição a esta comissão de competência nas referidas matérias.</p>
<p>IV . ADMINISTRAÇÃO EXECUTIVA</p>
<p>IV.1. O órgão de administração deve aprovar, através de regulamento interno ou</p>

<p>mediante via equivalente, o regime de atuação dos administradores executivos aplicável ao exercício por estes de funções executivas em entidades fora do grupo.</p>
<p>IV.2. O órgão de administração deve assegurar que a sociedade atua de forma consentânea com os seus objetivos e não deve delegar poderes, designadamente, no que respeita a: i) definição da estratégia e das principais políticas da sociedade; ii) organização e coordenação da estrutura empresarial; iii) matérias que devam ser consideradas estratégicas em virtude do seu montante, risco ou características especiais.</p>
<p>IV.3. No relatório anual, o órgão de administração explicita em que termos a estratégia e as principais políticas definidas procuram assegurar o êxito a longo prazo da sociedade e quais os principais contributos daí resultantes para a comunidade em geral.</p>
<p>V.1 Avaliação anual de desempenho</p>
<p>V.1.1. O órgão de administração deve avaliar anualmente o seu desempenho, bem como o desempenho das suas comissões e dos administradores executivos, tendo em conta o cumprimento do plano estratégico da sociedade e do orçamento, a gestão de riscos, o seu funcionamento interno e o contributo de cada membro para o efeito, e o relacionamento entre órgãos e comissões da sociedade</p>
<p>V.2 Remunerações</p>
<p>V.2.1. A sociedade deve constituir uma comissão de remunerações, cuja composição assegure a sua independência em face da administração, podendo tratar-se da comissão de remunerações designada nos termos do artigo 399.º do Código das Sociedades Comerciais.</p>
<p>V.2.2. A fixação das remunerações deve competir à comissão de remunerações ou à assembleia geral, sob proposta daquela comissão.</p>
<p>V.2.3. Para cada mandato, a comissão de remunerações ou a assembleia geral, sob proposta daquela comissão, deve igualmente aprovar o montante máximo de todas as compensações a pagar ao membro de qualquer órgão ou comissão da sociedade em virtude da respetiva cessação de funções, procedendo-se à divulgação da referida situação e montantes no relatório de governo ou no relatório de remunerações.</p>
<p>V.2.4. A fim de prestar informações ou esclarecimentos aos acionistas, o presidente ou, no seu impedimento, outro membro da comissão de remunerações deve estar presente na assembleia geral anual e em quaisquer outras se a respetiva ordem de trabalhos incluir assunto conexo com a remuneração dos membros dos órgãos e comissões da sociedade ou se tal presença tiver sido requerida por acionistas.</p>
<p>V.2.5. Dentro das limitações orçamentais da sociedade, a comissão de remunerações deve poder decidir livremente a contratação, pela sociedade, dos serviços de consultadoria necessários ou convenientes para o exercício das suas funções.</p>
<p>V.2.6. A comissão de remunerações deve assegurar que aqueles serviços são prestados com independência e que os respetivos prestadores não serão contratados para a prestação de quaisquer outros serviços à própria sociedade ou a outras que com ela se encontrem em relação de domínio ou de grupo sem autorização expressa da comissão.</p>
<p>V.2.7. Tendo em vista o alinhamento de interesses entre a sociedade e os administradores executivos, uma parte da remuneração destes deve ter natureza variável que reflita o desempenho sustentado da sociedade e não estimule a assunção de riscos excessivos.</p>
<p>V.2.8. Uma parte significativa da componente variável deve ser parcialmente diferida no</p>

tempo, por um período não inferior a três anos, associando-a, necessariamente, à confirmação da sustentabilidade do desempenho, nos termos definidos em regulamento interno da sociedade.
V.2.9. Quando a remuneração variável compreender opções ou outros instrumentos direta ou indiretamente dependentes do valor das ações, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.
V.2.10. A remuneração dos administradores não executivos não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor.
V.3 Nomeações
V.3.1. A sociedade deve, nos termos que considere adequados, mas de forma suscetível de demonstração, promover que as propostas para eleição dos membros dos órgãos sociais sejam acompanhadas de fundamentação a respeito da adequação do perfil, conhecimentos e currículo à função a desempenhar por cada candidato.
V.3.2. A não ser que a dimensão da sociedade o não justifique, a função de acompanhamento e apoio às designações de quadros dirigentes deve ser atribuída a uma comissão de nomeações.
V.3.3. Esta comissão inclui uma maioria de membros não executivos independentes.
V.3.4. A comissão de nomeações deve disponibilizar os seus termos de referência e deve induzir, na medida das suas competências, processos de seleção transparentes que incluam mecanismos efetivos de identificação de potenciais candidatos, e que sejam escolhidos para proposta os que apresentem maior mérito, melhor se adequem às exigências da função e promovam, dentro da organização, uma diversidade adequada incluindo de género.
VI . CONTROLO INTERNO
VI.1. O órgão de administração deve debater e aprovar o plano estratégico e a política de risco da sociedade, que inclua a fixação de limites em matéria de assunção de riscos.
VI.2. O órgão de fiscalização deve organizar-se internamente, implementando mecanismos e procedimentos de controlo periódico com vista a garantir que os riscos efetivamente incorridos pela sociedade são consistentes com os objetivos fixados pelo órgão de administração.
VI.3. O sistema de controlo interno, compreendendo as funções de gestão de riscos, compliance e auditoria interna, deve ser estruturado em termos adequados à dimensão da sociedade e à complexidade dos riscos inerentes à sua atividade, devendo o órgão de fiscalização avaliá-lo e, no âmbito da sua competência de fiscalização da eficácia deste sistema, propor os ajustamentos que se mostrem necessários.
VI.4. O órgão de fiscalização deve pronunciar-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos aos serviços do sistema de controlo interno, incluindo às funções de gestão de riscos, compliance e auditoria interna, podendo propor os ajustamentos que se mostrem necessários.
VI.5. O órgão de fiscalização deve ser destinatário dos relatórios realizados pelos serviços de controlo interno, incluindo as funções de gestão de riscos, compliance e auditoria interna, pelo menos quando estejam em causa matérias relacionadas com a prestação de contas, a identificação ou a resolução de conflitos de interesses e a deteção de potenciais irregularidades.
VI.6. Tendo por base a sua política de risco, a sociedade deve instituir uma função de

gestão de riscos, identificando (i) os principais riscos a que se encontra sujeita no desenvolvimento da sua atividade, (ii) a probabilidade de ocorrência dos mesmos e o respetivo impacto, (iii) os instrumentos e medidas a adotar tendo em vista a respetiva mitigação e (iv) os procedimentos de monitorização, visando o seu acompanhamento.
VI.7. A sociedade deve estabelecer procedimentos de fiscalização, avaliação periódica e de ajustamento do sistema de controlo interno, incluindo uma avaliação anual do grau de cumprimento interno e do desempenho desse sistema, bem como da perspetiva de alteração do quadro de risco anteriormente definido.
VII.1 Informação financeira
VII.1.1. O regulamento interno do órgão de fiscalização deve impor que este fiscalize a adequação do processo de preparação e de divulgação de informação financeira pelo órgão de administração, incluindo a adequação das políticas contabilísticas, das estimativas, dos julgamentos, das divulgações relevantes e sua aplicação consistente entre exercícios, de forma devidamente documentada e comunicada.
VII.2 Revisão legal de contas e fiscalização
VII.2.1. Através de regulamento interno, o órgão de fiscalização deve definir, nos termos do regime legal aplicável, os procedimentos de fiscalização destinados a assegurar a independência do revisor oficial de contas
VII.2.2. O órgão de fiscalização deve ser o principal interlocutor do revisor oficial de contas na sociedade e o primeiro destinatário dos respetivos relatórios, competindo-lhe, designadamente, propor a respetiva remuneração e zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços.
VII.2.3. O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o trabalho realizado pelo revisor oficial de contas, a sua independência e adequação para o exercício das funções e propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.

Anexo II

Descrição Amostra

Empresas	Setor de atividade	Modelo de CG
Jerónimo Martins,SGPS	Retalho Alimentar	Modelo Anglo-Saxónico
Sonae, SGPS	Retalho Alimentar	Modelo Monista
Mota Engil, SGPS	Construção e Materiais	Modelo Monista
Corticeira Amorim, SGPS	Indústria	Modelo Monista
Imprensa,SGPS	Comunicação	Modelo Anglo-Saxónico
GRUPEL, SA	Industrial e de Transformação	Modelo Anglo-Saxónico
OLI, SA	Indústria	Modelo Anglo-Saxónico
A. SILVA MATOS	Metalomecânico	Modelo Anglo-Saxónico
Perfichapa - Comércio De Produtos Siderurgicos, SA	Indústria	Modelo Anglo-Saxónico
J. & J. Teixeira, S.A	Construção	Modelo Anglo-Saxónico