



Instituto Politécnico de Santarém
Escola Superior de Gestão e Tecnologia

**O IMPACTO DO GOVERNO DAS SOCIEDADES NA PERFORMANCE DAS SOCIEDADES
COTADAS DE PORTUGAL E ESPANHA**

(Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças)

Paulo Jorge Marques

2015



Instituto Politécnico de Santarém
Escola Superior de Gestão e Tecnologia

**O IMPACTO DO GOVERNO DAS SOCIEDADES NA PERFORMANCE DAS SOCIEDADES
COTADAS DE PORTUGAL E ESPANHA**

(Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças)

Paulo Jorge Marques

Orientador:

Professor Doutor António Morão Lourenço

2015

AGRADECIMENTOS

O meu sincero e sentido agradecimento a todos aqueles que, com a sua colaboração e empenho, contribuíram para que a caminhada não fosse tão solitária e difícil, perante as dificuldades próprias deste tipo de trabalho.

À direção do Gabinete Nacional de Segurança, nomeadamente à Autoridade Nacional de Segurança, Vice-Almirante José Torres Sobral e Subdiretor Comandante José Manuel Chiotte, pela compreensão e apoio prestado;

Ao meu orientador Professor Doutor António Morão Lourenço, pela colaboração, incentivo e disponibilidade para aceitar a orientação num momento difícil;

Aos docentes e pessoal do secretariado da 4ª edição do Mestrado em Contabilidade e Finanças, o meu obrigado;

Aos meus colegas de mestrado sem exceção, pelos bons momentos que vivemos e pelo apoio e incentivo que sempre mostraram. Obrigado amigo Paulo Silva, pela motivação e amizade;

Aos meus pais, irmão e sogros pelo apoio, incentivo e me darem forças para concluir mais uma fase da minha vida;

Aos meus filhos, Sara, Inês e Guilherme por serem quem são, luz da minha vida;

À minha querida esposa e companheira, Ana, que está sempre presente para me incentivar, motivar, acarinhar, discutir ideias, trabalhar, por valorizar tudo quanto sou e que faço, e sem a qual tudo teria sido mais difícil.

"Cada um que passa na nossa vida passa sozinho, pois cada pessoa é única, e nenhuma substitui outra. Cada um que passa na nossa vida passa sozinho, mas não vai só, nem nos deixa sós. Leva um pouco de nós mesmos, deixa um pouco de si mesmo. Há os que levam muito; mas não há os que não levam nada. Há os que deixam muito; mas não há os que não deixam nada. Esta é a maior responsabilidade de nossa vida e a prova evidente que duas almas não se encontram ao acaso."

Antoine de Saint-Exupéry

O IMPACTO DO GOVERNO DAS SOCIEDADES NA PERFORMANCE DAS SOCIEDADES COTADAS DE PORTUGAL E ESPANHA

RESUMO

Este trabalho procura analisar, através de um estudo empírico, a relação existente entre algumas das características do Governo das sociedades e a performance das sociedades cotadas de Portugal e Espanha. Utilizam-se dados de natureza secundária, de uma amostra composta por 61 empresas, relativos a um período de quatro anos (2010-2013).

Os principais resultados sugerem a existência de alguns indicadores que influenciam significativamente a performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha. Encontrou-se evidência estatisticamente significativa que nos permite inferir que:

- existe um impacto negativo relevante na relação entre a concentração da propriedade de uma empresa e a sua performance;

- mais ações na posse dos elementos do conselho de administração tem um impacto positivo relevante na performance da empresa;

- a performance é influenciada positivamente pelo número de elementos do conselho de administração;

- o facto dos conselhos de administração apresentarem um rácio de independência elevado constitui um factor positivo de impacto muito relevante na performance;

- o impacto da variação positiva da média da remuneração variável dos administradores executivos é um factor estimulante da performance;

- o tamanho da empresa e o facto das contas e relatórios serem certificados e auditados por uma das BIG 4 apresentam ambos uma relação positiva com a performance.

Contribui-se deste modo para um enriquecimento dos conhecimentos, acrescentando algum valor aos vastos estudos existentes a nível internacional, acerca da temática do governo das sociedades e da performance.

Palavras Chave: Governo das Sociedades; performance; sociedades cotadas.

O IMPACTO DO GOVERNO DAS SOCIEDADES NA PERFORMANCE DAS SOCIEDADES COTADAS DE PORTUGAL E ESPANHA

ABSTRACT

This dissertation analyzes, through an empirical study, the relationship between some of the features of Corporate Governance and Performance, of Portuguese and Spanish listed companies. Secondary data are used and a sample of 61 companies is considered, covering a period of four years (2010-2013).

The main results suggest the existence of some indicators that significantly influence the performance of listed companies of Portugal and Spain. We found statistically significant evidence that allows us to infer that:

- there is a material adverse impact on the relationship between the concentration of ownership and performance;

- more shares held by the board of directors has a significant and positive impact on the company's performance;

- performance is positively influenced by the number of members of the board;

- the fact of the boards possess high independence ratio is a positive factor with very significant impact on performance;

- the impact of the positive variation of the variable remuneration of executive directors average is a stimulating factor for performance;

- the size of the company and the fact that the accounts and reports were certified and audited by one of the BIG 4, have both a positive relationship with performance.

In this way, we contribute to an enrichment of knowledge, adding some value to the vast international existing studies about corporate governance and performance.

Keywords: Corporate governance; performance; listed companies.

ÍNDICE GERAL

ÍNDICE DE QUADROS	viii
ÍNDICE DE FIGURAS	ix
ÍNDICE DE TABELAS	x
ÍNDICE DE GRÁFICOS.....	xi
ABREVIATURAS	xii
INTRODUÇÃO.....	1
CAPÍTULO I – GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	4
1.1 – Enquadramento	4
1.1.1 – Teoria dos direitos de propriedade	6
1.1.2 – Teoria dos custos de transação	7
1.1.3 – Teoria da agência ou dos incentivos	10
1.1.4 – Teoria da maximização do valor	13
1.1.5 – Teoria dos stakeholders	15
1.2 – Conceito de governo das sociedades.....	17
1.3 – Mecanismos de governo das sociedades.....	19
1.3.1 – Acionistas	21
1.3.1.1 – Investidores institucionais	23
1.3.1.2 – Acionistas com controlo ou de referência	24
1.3.1.3 – Acionistas internos	25
1.3.2 – Conselho de administração.....	25
1.3.2.1 – Composição e dimensão	26
1.3.2.2 – Diversidade.....	30
1.3.2.3 – Independência.....	32
1.3.2.4 – Separação das funções de presidente do conselho de administração e presidente executivo (CEO).....	33
1.3.2.5 – Incentivos e remuneração executiva.....	33
1.3.3 – Mercado pelo controlo das empresas	34
1.3.4 – Divulgação da informação e auditoria	35
1.3.5 – Códigos e recomendações de boas práticas de governo das sociedades	36
1.3.5.1 – Princípio de “Comply or Explain”	38
1.3.5.2 – “Sarbanes-Oxly Act”	40
1.4 – Sistemas ou modelos de governo das sociedades	42

1.5 – Governo das sociedades e performance	47
CAPÍTULO II – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	50
2.1 – Problema, objetivos da investigação e estratégia de pesquisa	50
2.2 – Definição das hipóteses.....	51
2.3 – O universo estatístico e a amostra.....	52
2.4 – Variáveis do estudo.....	53
2.5 – Tratamento dos dados e modelo de investigação.....	55
CAPÍTULO III – RESULTADOS	57
3.1 – Estatísticas descritivas	57
3.2 – Análise Multivariada.....	59
CAPÍTULO IV – CONCLUSÕES E PROPOSTAS PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS	70
4.1 – Conclusões	70
4.2 – Propostas para investigações futuras	73
BIBLIOGRAFIA	74
Apêndice I – Listagem cronológica de códigos, recomendações e algumas normas dos EUA, da OCDE e dos países membros da UE.	96
Apêndice II – Análise comparativa dos documentos mais importantes e vigentes no âmbito do Governo das sociedades em Portugal e Espanha:.....	107
Apêndice III – Alguns estudos empíricos recentes sobre a temática Governo das sociedades / performance.....	126
Apêndice IV – Empresas excluídas da amostra.....	131
Apêndice V – Estatísticas descritivas por anos.	132
Anexo I – Exemplos de escândalos internacionais.....	133
Anexo II – “Sarbanes-Oxley Act of 2002” – Secções.....	134
Anexo III – Princípios da OCDE sobre o Governo das sociedades.	135
Anexo IV – Indicadores da OCDE sobre Investidores Institucionais.	136

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 – Principais problemas na relação principal-agente à luz da teoria da agência.	12
Quadro 2 – Dimensão média do conselho de administração.....	28
Quadro 3 – Estudos empíricos sobre o efeito do tamanho do conselho de administração sobre a performance.....	29
Quadro 4 – Características dos principais tipos de sistemas de governo das sociedades...	43
Quadro 5 – Variáveis do estudo.....	54
Quadro 6 – Teste Doornik-Hansen.....	60
Quadro 7 – Resumo dos resultados com relação à significância estatística dos coeficientes.....	69

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 – Fatores de formação dos custos de transação.....	8
Figura 2 – Motivos para o funcionamento da maximização do preço das ações.....	15
Figura 3 – Visão sistémica do governo das sociedades.....	19
Figura 4 – Estruturas dos conselhos de administração na Europa.....	27
Figura 5 – Modelo monista/latino reforçado.....	46
Figura 6 – Modelo monista de matriz anglo-saxónica reforçado.....	46
Figura 7 – Modelo dualista reforçado.....	46
Figura 8 – Modelo esquemático do teste de hipóteses.....	51

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Dimensão da amostra.....	53
Tabela 2 – Estatísticas descritivas.....	57
Tabela 3 – Matriz de correlação entre variáveis.....	61
Tabela 4 – Teste de multicolineariedade VIF.....	64
Tabela 5 – Regressões, testes de heterocedasticidade e testes de independência.....	65

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Distribuição percentual das estruturas dos conselhos de administração.....	27
Gráfico 2 – Média do número de diretores por conselho de administração.....	29
Gráfico 3 – Percentagem de administradores não executivos nos conselhos de administração.....	33

ABREVIATURAS

- AEM – Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado
- AICEP – Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal
- AIP – Agência Portuguesa para o Investimento
- BCE – Banco Central Europeu
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo, Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
- BME – *Bolsas y Mercados Españoles*
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo
- CalPERS – *California Public Employees' Retirement System*
- CEO – *Chief Executive Officer*
- CFO – *Chief Financial Officer*
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
- CNVM – *Comisión Nacional del Mercado de Valores*
- CSC – Código das Sociedades Comerciais
- EUA – Estados Unidos da América
- ECGI – *European Corporate Governance Institute*
- FHA – *Federal House Administration*
- FINRA – *Financial Industry Regulatory Authority*
- HERA – *Housing and Economic Recovery Act*
- ICEP – Instituto do Comércio Externo de Portugal
- IPCG – Instituto Português de Corporate Governance
- JOBS – *Jumpstart Our Business Startups*
- KLSE – *Kuala Malaysia Stock Exchange*
- MMQ – Método dos mínimos quadrados
- OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
- OLS – *Ordinary Least Squares*
- ONG – Organização Não Governamental
- OPA – Oferta Pública de Aquisição
- PCAOB – *Public Company Accounting Oversight Board*
- SEC – *Securities and Exchange Commission*
- SGX – *Singapore Stock Exchange*
- SOMA – Sociedade Operadora de Mercados Ativos
- SRI – *Standford Research Institute*

SRO's – *Securities Self Regulatory Organizations*

TIAA-CREF – *Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund*

UE – *União Europeia*

VIF – *Variance Inflation Factors*

INTRODUÇÃO

Assistimos desde há algum tempo a um processo contínuo de internacionalização e globalização da atividade económica, em consequência do forte crescimento dos negócios internacionais e da expansão e desenvolvimento das atividades de diversas entidades e organizações multinacionais. A rápida evolução da economia para a livre circulação da informação, dos capitais, dos bens e dos serviços, conduzem inevitavelmente a que as diversas entidades e organizações tenham necessidade de adaptar as suas estruturas e decisões de forma a poderem “sobreviver” e obter “sucesso” no atual panorama económico. De modo a protegerem os seus interesses e beneficiarem de economias de escala, os investidores internacionais, assim como os acionistas, passaram a exigir padrões de gestão mais elevados e formas de relacionamento mais intensas com agentes internos e externos, procurando obter das organizações informação financeira com maior segurança e credibilidade e fomentando melhores e mais uniformizadas práticas de governação societária. É, assim, necessária a introdução de mecanismos que permitam alinhar interesses e supervisionar as ações dos agentes. Acresce os vários escândalos internacionais que provocaram um inesperado colapso de grandes empresas, um pouco por todo o mundo no final da década de 80 do séc. XX, que trouxeram a público práticas de governo menos próprias, com consequências sistémicas e impacto mediático que deram origem a um movimento sustentado de codificação de práticas de bom governo e de normas recomendatórias.

Ganha assim importância, tal como é globalmente hoje considerado, o conceito de governo das sociedades¹, reconhecendo-se que existem diferentes abordagens para o definir. Uma das definições mais amplamente citadas é a da OCDE (2004:11): “O governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a

¹ Neste estudo opta-se pela tradução do termo anglo-saxónico “corporate governance”, proposta pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (1999) aquando da emissão das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas. O termo “corporate governance” foi utilizado pela primeira vez por Richard Eells, em 1960, como sinónimo da estrutura e funcionamento do sistema político empresarial (Rodrigues, 2009). Na literatura encontram-se outras expressões que pretendem transmitir o mesmo significado, por exemplo: “governo da empresa”, “governo corporativo”, “governabilidade empresarial”, “governo societário”, “controlo empresarial”.

estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos”.

Relacionando a performance com o governo das sociedades, Alves (2007) salienta a importância da performance da empresa no governo de uma sociedade: “o âmbito do corporate governance não se limita à fiscalização e controlo das equipas de gestão, mas antes envolve todos os mecanismos que conduzam a que a empresa obtenha uma elevada performance e que os respetivos resultados sejam apropriados (proporcionalmente) por todos os seus acionistas”.

Considerando a atualidade e relevância do tema, o presente trabalho procura analisar, através de um estudo empírico, a relação existente entre algumas das características do governo das sociedades e a performance das sociedades cotadas de Portugal e Espanha. Pretendemos assim dar continuidade e aprofundar a investigação sobre o governo das sociedades, contribuindo para um melhor entendimento, em particular, das relações entre o governo das sociedades e a performance das sociedades cotadas nos dois países.

A incidência deste estudo em Portugal e Espanha não é alheia ao facto de serem dois países que, para além de se situarem geograficamente próximos, mantêm relações comerciais e de investimento mútuo constantes e importantes, confirmadas pelos dados divulgados² pela Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal (AICEP)³ através do seu *site*, tendo por base o Instituto Nacional de Estatística e o Banco de Portugal.

A dissertação está estruturada em quatro capítulos, que por sua vez se subdividem em vários pontos:

- Capítulo I – governo das sociedades, onde se procede ao enquadramento geral e introdução às teorias que estão relacionadas com o tema (teoria dos direitos de propriedade, dos custos de transação, da agência ou dos incentivos, da maximização do valor e teoria dos stakeholders); aborda-se o conceito de governo das sociedades e referem-se os seus vários mecanismos, versando sobre os diferentes tipos de acionistas, conselho de administração, mercado pelo controlo de empresas, divulgação da informação e auditoria, e

² Investimento direto com o exterior em 2014: no ativo Espanha ocupa a 2ª posição com 1738 milhões de € (variação de + 237% em relação a 2013); no passivo Espanha ocupa a 3ª posição com 577 milhões de € (variação de + 246% em relação a 2013). Comércio de bens e serviços em 2014: nas exportações Espanha ocupa a 1ª posição com 19,7% do total; nas importações Espanha ocupa a 1ª posição com 30,8% do total.

³ AICEP Portugal Global E.P.E. é uma entidade pública de natureza empresarial resultado da fusão, em 2007, entre a AIP (Agência Portuguesa para o Investimento) e o ICEP (Instituto do Comércio Externo de Portugal).

códigos e recomendações de boas práticas de governo das sociedades (onde se aborda o princípio de “comply or explain” e o “sarbanes-oxley act of 2002”);

- Capítulo II – Metodologia de Investigação, onde se apresenta o problema, objetivos da investigação e estratégia da pesquisa, define-se as hipóteses do estudo, o universo estatístico e a amostra, estabelece-se as variáveis, o tratamento dos dados e o modelo de investigação;

- Capítulo III – Resultados, onde são divulgados os resultados alcançados, nomeadamente acerca das estatísticas descritivas e da análise multivariada efetuada;

- Capítulo IV – Conclusões e propostas para investigações futuras.

CAPÍTULO I – GOVERNO DAS SOCIEDADES

1.1 – Enquadramento

Como objeto de estudo académico e de interesse geral a temática governo das sociedades emerge em meados da década de setenta do séc. XX, coincidindo com mudanças radicais do ambiente macroeconómico que impulsionam a globalização financeira dentro de um contexto decorrente especialmente do papel desempenhado pelas políticas neoliberais seguidas pelos governos dos países industriais, então liderados por conservadores, sendo exemplo Margaret Thatcher no Reino Unido e Ronald Reagan nos EUA (Rodrigues, 2009). Desde então esta temática tornou-se um assunto debatido à escala mundial (Rodrigues, 2009; Becht *et al.*, 2002), principalmente devido às seguintes razões:

- Vaga mundial de privatizações nas duas últimas décadas do séc. XX (1980-2000);
- Fundos de pensões de reforma e crescimento das poupanças privadas;
- Vaga de tomadas de controlo hostil na década de 80 do séc. XX;
- Desregulamentação e integração dos mercados de capitais;
- Importância do governo das sociedades projetada para os mercados emergentes pela crise Asiática de 1997-1998;
- Falência de grandes empresas (WorldCom, Enron, Sunbeam, Global Crossing, Tyco) provocada pela série de escândalos ocorridos nos EUA e Europa em consequência da revelação de erros praticados e dissimulados na década de 90 do séc. XX, quando se registou um crescimento dos mercados.

Contudo, a problemática do governo das sociedades é tão antiga quanto a existência das empresas. Os contributos teóricos desta temática têm a sua génese no início da revolução industrial, nomeadamente com a publicação da obra “The Wealth of Nations” por Adam Smith (1776), onde o autor reconhecia a existência de problemas postos por uma relação de agência nas sociedades por ações (acionistas incapazes de assegurarem o controlo da gestão da sociedade e falta de motivação dos administradores para desempenharem as suas funções de forma eficiente). Outro contributo de referência surge com a publicação da obra “The Modern Corporation and Private Property” de Berle e Means (1932), fruto do rescaldo da grande crise de 1929 e que veio a constituir-se como importante referência para posterior legislação reguladora nos EUA, nomeadamente o

“Securities Act of 1933”⁴ e o “Securities Act of 1934”⁵. Berle e Means (1932) chamam a atenção para as consequências da separação existente entre a posse da propriedade (acionistas) e os responsáveis pela gestão (gestores), com a conclusão por uma gestão desfavorável aos acionistas pois estes assumem os riscos e os gestores tomam as decisões.

Segundo Silva *et al.* (2006), as empresas podem ser definidas e concetualizadas de várias maneiras, sendo que uma é considerá-las como conjuntos de contratos e de relações jurídicas, de tal forma que permitam limitar a responsabilidade dos seus proprietários, em algumas formas societárias. A empresa é assim uma unidade jurídica autónoma, no âmbito da qual se realizam atividades económicas decididas e organizadas tendo por base uma estrutura hierárquica específica de tomada de decisões.

No contexto de uma abordagem contratualista da empresa, implícita em várias definições de governo das sociedades, a empresa é considerada como um sistema de contratos específicos entre agentes económicos individuais tendo por base três teorias que se complementam entre si e que se desenvolveram em simultâneo (Rodrigues, 2009; Baudry, 2003; Gomez, 1996):

- A teoria dos direitos de propriedade (Coase, 1959, 1960; Furubotn e Pejovich, 1972) e, mais recentemente, a moderna teoria dos direitos de propriedade conhecida por teoria dos contratos incompletos (Grossman e Hart, 1986; Hart e Moore, 1990; Hart, 1995);

- A teoria dos custos de transação (Coase, 1937; Williamson, 1985, 1991; North, 1990);

- A teoria da agência ou dos incentivos (Ross, 1973; Jensen e Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama e Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989).

Shleifer e Vishny (1997) numa alusão ao debate sobre o objetivo da empresa, derivado da multiplicidade de indivíduos com interesses legítimos no âmbito de uma

⁴ Muitas vezes referida como a lei da “verdade dos títulos”, a “Securities Act de 1933” tem dois objetivos básicos:

- exigir que os investidores recebam informações financeiras importantes e outras relacionadas com títulos que estão sendo oferecidos para venda ao público, e
- proibir o engano, deturpações e outras fraudes na venda de valores mobiliários.

⁵ Com esta lei, o Congresso dos EUA criou a “Securities and Exchange Commission” (SEC). A lei autoriza a SEC com ampla autoridade sobre todos os aspetos da indústria de valores mobiliários. Isso inclui a capacidade de registar, regular e fiscalizar as corretoras, agentes de transferência e agências de compensação, bem como as “Securities self Regulatory Organizations” (SRO’s). As diversas bolsas de valores, como a New York Stock Exchange, a NASDAQ Stock Market, e a Chicago Board of Options são SRO’s. A Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) é também uma SRO. A lei identifica e proíbe certos tipos de conduta no mercado e dá à Comissão o poder disciplinar relativamente às entidades regulamentadas e a pessoas a elas associadas. A lei também autoriza a SEC a exigir o reporte periódico de informações às empresas com ações negociadas em bolsa.

empresa, referem que a lei ou a jurisprudência, nomeadamente no contexto da OCDE, determinam que os administradores e gestores devem lealdade aos acionistas que, por sua vez, focam o seu interesse na maximização do valor de mercado das respetivas ações. O legislador pretende deste modo proteger legalmente o acionista devido ao facto de este ser o stakeholder⁶ da empresa com menor proteção legal⁷. Este contexto leva-nos a admitir também a teoria da maximização do valor da empresa e a teoria dos stakeholders como referenciais teóricos a ter em consideração no âmbito da temática do governo das sociedades.

Não existe consenso sobre a superioridade de nenhuma das várias teorias de empresa⁸ existentes. Segundo Drucker (1999), Santos (1999) e Rodrigues (2009) a sua relevância consiste na harmonia entre a sua especialização funcional e a coordenação e controlo, ou seja, o relevo está na harmonia entre a diferenciação e a integração, em que a sua adoção tem implicações no desenho das estruturas e no governo das sociedades.

1.1.1 – Teoria dos direitos de propriedade

A teoria dos direitos de propriedade surgiu como tentativa de dar resposta às questões de quais os efeitos das formas de propriedade sobre o funcionamento da economia. Não existe precisão na definição da noção de propriedade. No entender de Gomez (1996) e Barzel (1997) podem-se distinguir dois níveis de relações entre os indivíduos e os objectos, um mais genérico e outro mais específico⁹, que se traduzem nos direitos económicos da propriedade (os fins) e nos direitos legais da propriedade (os meios para alcançar os fins). A consideração de que toda a troca entre intervenientes, e em geral todas as relações, pode ser encarada como uma troca de direitos de propriedade sobre objetos é o ponto de partida da teoria dos direitos de propriedade (Coriat e Weinstein, 1995). A utilização eficiente dos recursos constitui a função primeira dos direitos de

⁶ Termo que define qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa (Freeman, 1984). Esta definição viria a ser alterada por Freeman acrescentando que os grupos ou indivíduos são aqueles que são vitais para a sobrevivência e sucesso da empresa (Freeman *et al.*, 2004).

⁷ O direito de voto em matérias importantes é o mecanismo mais relevante que a lei coloca ao dispor dos acionistas (exemplos: nomeação dos órgãos de administração, aplicação dos resultados da empresa, aquisição de outras sociedades), no entanto o seu exercício nem sempre é realizado devido a vários fatores (por exemplo: custos) ou poderá ser exercido de forma pouco esclarecida e/ou informada.

⁸ A expressão “teoria da firma” é encontrada na literatura com o mesmo significado da expressão “teoria da empresa”. Segundo Rodrigues (2009) é preferível utilizar a expressão “teoria da empresa”, uma vez que a firma é um termo com conotação jurídica (artº 10 do CSC) que tem mais a ver com a designação do que com a forma da empresa.

⁹ Nível genérico – “property rights” – capacidade de dispor livremente de um bem ou parte dele constituindo um direito reconhecido e aceite pela Sociedade. Nível específico – “ownership” – resultado de uma acumulação de bens.

propriedade. A presença de direitos de propriedade bem especificados e a ausência de custos de transação têm como consequência uma afetação de recursos eficiente independentemente da repartição dos direitos de propriedade¹⁰.

A moderna teoria dos direitos de propriedade assenta no pressuposto de que os contratos são incompletos, ou seja, são relações contratuais com lacunas, cláusulas ambíguas, omissões, especificadas de modo vago, resultado de um ambiente envolvente complexo, com custos de transação e com alta imprevisibilidade. A atribuição da propriedade, neste contexto, é relevante, pois constitui-se numa fonte de poder e autoridade que proporciona uma margem de discricionariedade, permitindo impedir o uso de um ativo por outros e facultando a tomada de decisões acerca de sucessos não previstos nos contratos iniciais, na legislação ou nos costumes, que se definem como direitos residuais¹¹ (Rodrigues, 2009).

1.1.2 – Teoria dos custos de transação

Segundo Williamson (2010) a teoria dos custos de transação¹² traça as suas origens numa série de acontecimentos e desenvolvimentos entre 1930 e 1970 no âmbito da economia (Commons, 1932; Coase, 1937, 1960; Hayek, 1945; Simon, 1951; Arrow, 1969), da teoria da organização (Barnard, 1938; Simon, 1947; Selznick, 1949), do direito contratual (Llewellyn, 1931) e da história empresarial (Chandler, 1962).

Para Coase (1937) os custos de transação são essencialmente compostos de:

- Custos de informação – procura no mercado das melhores condições e preços;
- Custos de negociação e redação de contratos – por cada transação;
- Custos de garantia de cumprimento dos contratos.

Este autor não foi muito explícito na definição dos custos de transação, mas, Joffre (1999) refere que estes custos resultam do processo de negociação, redação e acompanhamento dos contratos para a utilização de recursos, estando relacionados diretamente com a transferência dos direitos de propriedade de uma organização para outra ou de um indivíduo para outro. Perceber o comportamento dos agentes envolvidos constitui o ponto de partida para a compreensão das transações. A limitação dos agentes económicos em prever e descrever todos os acontecimentos futuros levam a que todos os

¹⁰ “Teorema” de Coase (1960).

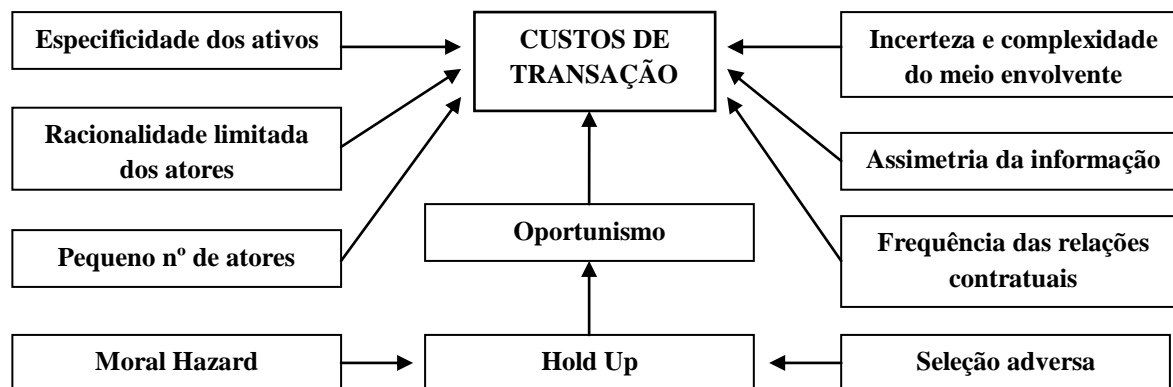
¹¹ A atribuição do direito de decisão residual é nuclear nos contratos incompletos. Estes centram-se na distribuição dos direitos residuais de decisão entre as partes contratantes.

¹² Tradução do termo anglo-saxónico “economics of transaction costs”.

contratos são, por inerência, incompletos¹³ (racionalidade limitada) e a possibilidade de se verificarem conflitos na adaptação das relações contratuais a eventuais imprevistos é ampliada por comportamentos oportunistas, quer seja pela obtenção de benefícios para os gestores em detrimento dos accionistas, quer seja pela manipulação e/ou ocultação de informações e intenções. Esta situação provoca a assimetria de informação entre agentes, por uma parte contraente (oportunismo), sendo dois fatores importantes para a percepção dos comportamentos dos agentes envolvidos nas transações. Williamson (1994) define assim as principais implicações dos fatores anteriormente referidos:

- Os contratos são necessariamente incompletos, mesmo os complexos;
- Todo o contrato implica riscos, logo a confiança não pode ter por base unicamente a existência de um contrato;
- Acrescentar valor através de outras formas organizacionais é possível sempre que se procure minimizar a racionalidade limitada e o oportunismo.

Baseado em Joffre (1999), Rodrigues (2009) apresenta-nos os fatores de formação dos custos de transação da seguinte maneira:



Fonte: Rodrigues (2009:64)

Figura 1 – Fatores de formação dos custos de transação

¹³ Por mais descritivos e exaustivos que os contratos sejam, tanto na projeção de cenários para o futuro, como na especificação da alocação dos fundos dos investidores e sua distribuição definindo um determinado comportamento para cada situação, é impossível que um contrato encerre em si todas as contingências que poderão afetar a empresa e exigir a atuação do gestor. Ainda que o gestor esteja totalmente comprometido em maximizar o valor para o accionista, existem sempre lacunas e, além disso, o gestor não esgota todos os meios ao seu alcance para acondicionar no contrato todas as possibilidades de ocorrências que considera possíveis (Shleifer e Vishny, 1997).

Compete aqui clarificar alguns conceitos apresentados na figura:

- Especificidade dos ativos – potenciadora de fortes custos de transação, consiste em investimentos duráveis realizados para viabilizar determinadas transações e que não podem ser reutilizados por causa da eventual perda de valor (Williamson, 1994);

- Moral Hazard – conceito que se pode traduzir por “risco moral”, que está presente em qualquer contrato/acordo entre duas ou mais partes e que corresponde ao risco de alteração de comportamento de qualquer das partes contrário ao que seria esperado, no sentido da obtenção de uma vantagem/benefício;

- Hold Up – derivado do investimento em ativos específicos, surge quando numa relação contratual uma das partes tenta obter para si parte do rendimento que deveria pertencer à outra parte. Leva a negociações mais difíceis e renegociações mais frequentes dos contratos, originando perda de confiança e, por conseguinte, custos mais elevados (Rodrigues, 2009).

Dividindo a transação em duas etapas, Williamson (1985) tipificou as duas principais dimensões dos custos de transação como:

- Ex-ante¹⁴ – custos de transação que advêm da seleção dos parceiros, da atividade de negociação, da redacção e da protecção do acordo;

- Ex-post¹⁵ – custos de transação que advêm dos ajustamentos e perturbações não antecipados e da avaliação dos comportamentos oportunistas.

Segundo Barzel (1997), estes custos resultam em simultâneo de uma transação, são de difícil quantificação e são interdependentes.

Tendo em conta as dificuldades geradas pelo oportunismo, a integração vertical¹⁶ pode surgir como forma de dar resposta na obtenção de ganhos de eficiência e minorar, essencialmente, os custos ex-ante. Dando maior importância aos custos ex-post, Williamson (1994) sugere-nos quatro tipos:

- Custo de inadaptação – a transação não se processa conforme estipulado;

- Custos de garantia – necessários para garantirem o cumprimento efetivo do contrato;

¹⁴ Custos que correspondem à primeira etapa da transação, ou seja, a negociação do contrato. Termina com a aceitação das condições por todas as partes envolvidas.

¹⁵ Custos que correspondem à segunda etapa da transação – custos administrativos, de vigilância e de controlo – ou seja, de redigir e executar um contrato ou aos custos de funcionamento do sistema económico.

¹⁶ Concentração de sucessivas etapas do processo produtivo, seja pelo desenvolvimento das operações da própria empresa, seja pela fusão entre empresas diferentes, com o objetivo de incrementar a criação de valor (Hitt *et al.*, 2001; Besanko *et al.*, 2004; Rodrigues, 2009).

- Custos de correção – associados ao esforço para corrigirem os problemas de desalinhamento ex-post;

- Custos de instalação e manutenção das estruturas de governo que gerem as transações.

Aspeto central na evolução do pensamento de Williamson (1994), a consideração de estruturas de governo para gerir e coordenar as transações resulta do esforço para a diminuição dos custos e deve responder a critérios de eficiência, escolhendo a estrutura de governo que minimize os custos totais. Assim sendo, as transações devem ser efetuadas no mercado, serem objeto de um contrato híbrido ou serem internalizadas pela empresa à medida que os custos de transação aumentam¹⁷.

1.1.3 – Teoria da agência ou dos incentivos

Segundo Rodrigues (2009) a génese do estudo da relação de agência pode ser encontrada em Smith (1776) que, referindo-se à ineficiência das sociedades por acções, menciona a problemática acerca da gestão que é exercida por um agente não proprietário, o qual não é incentivado a gerir no interesse daqueles que lhe pagam.

Pioneiros no estudo da separação entre a propriedade e o controlo da empresa, Berle e Means (1932) aprofundaram o estudo do comportamento da gestão, da teoria da empresa e do impacto das mudanças no controlo e propriedade da empresa no mercado de capitais, recomendando maior transparência e maior responsabilização dos gestores. A assimetria da informação entre os agentes do controlo e da propriedade da empresa conjugada com a falta de alinhamento de interesses de ambos, constitui o problema da relação de agência.

A partir dos anos setenta do séc. XX, nomeadamente com Jensen e Meckling (1976), a teoria da agência conheceu novos desenvolvimentos como teoria explicativa dentro da temática do governo das sociedades. Ao introduzirem a ideia da empresa como um conjunto de contratos entre os vários fatores individuais¹⁸ da empresa os autores aplicam a teoria da agência às empresas modernas, em que a propriedade e o controlo das empresas não são coincidentes, o que constitui um fator potencial de geração de conflitos

¹⁷ Williamson (1975) refere que as vantagens da hierarquia (internalização pela empresa das transações) em relação ao mercado baseiam-se na capacidade da melhor gestão dos potenciais conflitos e de poder afetar recursos a qualquer momento. Os conflitos no seio da empresa são regulados amigavelmente.

¹⁸ Jensen e Meckling (1976) designam a empresa como uma “ficção legal”, ou seja, uma construção artificial que é tratada pela lei como um indivíduo com personalidade. A sua teoria baseia-se numa visão da empresa como um complexo de contratos, quer sejam explícitos quer sejam implícitos, entre a empresa e os seus funcionários, fornecedores, clientes, credores e outros stakeholders.

de interesses entre proprietários e gestores mas que, ao mesmo tempo, gera benefícios sob oportunidades de eficiência e criação de valor¹⁹. Jensen e Meckling (1976) definem que existe uma relação de agência quando uma entidade (o agente) atua em nome de outra (o principal), a fim de realizar algum tipo de serviços com o intuito de favorecimento do principal, envolvendo a delegação ao agente de alguma autoridade para tomar decisões. Segundo os autores, daqui decorrem os chamados custos de agência²⁰ na tentativa de alinhar os interesses do agente com os do principal. Os custos de agência são a soma dos custos da criação e estruturação de contratos, entre o principal e o agente, e consequente concessão de garantias contratuais ao agente, da supervisão ao agente feita pelo principal, de ações promovidas pelo agente para mostrar que os seus atos não serão prejudiciais ao principal e das perdas residuais, consequência da perda de riqueza do principal, decorrente do comportamento divergente do agente. Em conformidade, Rodrigues (2009) refere que os custos de agência são a soma de três tipos de custos:

- Custos de controlo²¹ – necessários para garantirem a atuação dos gestores no sentido dos interesses dos acionistas;

- Custos de obrigação – compromissos com os incentivos a serem pagos aos gestores, no sentido de assegurarem a qualidade das decisões e atuação dos gestores, de acordo com os interesses dos acionistas;

- Custos residuais – derivados dos outros dois tipos de custos. Noção que corresponde ao custo de oportunidade e ocorre quando o principal abandona o controlo pelo facto dos custos marginais deste controlo não superarem os proveitos marginais que esse controlo traz.

A evidência empírica de que existe expropriação de valor da empresa por parte dos gestores, provocando custos economicamente relevantes aos acionistas, é demonstrada por

¹⁹ Investir numa empresa sem participar ativa ou assiduamente na sua gestão permite a obtenção de benefícios da atividade empresarial, quer pelo facto do investidor acreditar que essa será a aplicação mais rentável, quer através da obtenção de uma posição social, política ou comercial, mesmo que não possua competências ou tempo para a gestão. Além disso, a dispersão do capital potenciada pela separação entre a propriedade e o controlo, pela profissionalização da gestão e pela responsabilidade limitada da participação social, possibilita dispersar o risco específico da empresa por vários investidores, promovendo o crescimento do mercado de capitais e como tal a redução do custo do capital (Alves, 2005).

²⁰ Tanto o principal como a agente são por hipótese “maximizadores da utilidade”. Assim, existem razões para ter em consideração que o agente nem sempre agirá em função dos interesses do principal. A supervisão do comportamento e a atribuição de incentivos ao agente pelo principal poderá limitar as divergências, mas tem os seus custos (Jensen e Meckling, 1976).

²¹ Além de darem aos acionistas a capacidade de influenciar a ação dos gestores, proporcionam a oportunidade aos grandes acionistas de se expropriarem dos acionistas minoritários e dos credores da empresa. Nas sociedades controladas por grandes acionistas a relação de agência existe sobretudo entre os grandes e pequenos acionistas (Shleifer e Vishny, 1997). Vários estudos nos anos 80 e 90 do séc. XX verificaram que as ações com direitos de voto superiores eram negociadas a prémio, face a ações com direitos de voto inferiores.

Shleifer e Vishny (1997). Os autores evidenciaram que os gestores por vezes tomam decisões economicamente ineficientes no sentido da diversificação, compra ou fusão de empresas, implementam medidas de auto benefício e medidas preventivas de perda de controlo (contra OPAs²²). O facto de que geralmente os gestores optam por reinvestir o “free cash flow”²³ da empresa em vez de o devolver aos acionistas é referido por Jensen (1986). Bukart e Panunzi (2006) e Jensen (2004) referem que vários estudos sobre fusões e aquisições têm demonstrado que o retorno do anúncio de uma aquisição é quase sempre negativo para o lado da empresa licitante, enquanto que Bhagat *et al.* (1990) e Comment e Jarrell (1995) já tinham encontrado evidências de perdas de valor da empresa devido a estratégias de diversificação. Outros estudos revelam que quando se implementam medidas anti OPAs, os prejudicados são os acionistas (DeAngelo e Rice, 1983).

Os custos de agência surgem sempre que, em qualquer atividade, exista um esforço de cooperação entre dois ou mais intervenientes.

Esperança *et al.* (2011) defendem a ideia de que, apesar de ser dado um maior foco à relação entre gestores e acionistas, os conflitos dentro de uma empresa podem envolver outro tipo de atores:

Quadro 1

Principais problemas na relação principal – agente à luz da teoria da agência

Principal – Agente	Posição mais fraca (Principal)	Posição mais forte (Agente)
Acionistas – Gestores	Risco de expropriação por parte dos gestores	Poder decisório
Credores – Acionistas	Risco de expropriação por parte dos acionistas	Opção de abandono
Pequenos Acionistas – Grandes acionistas	Risco de expropriação por parte dos grandes acionistas	Controlo e informação privilegiada

Fonte: Adaptado de Esperança *et al.* (2011:39)

A minimização ou idealmente a eliminação do problema de agência poderá ser feito no entender de Shleifer e Vishny (1997) de três formas:

- Proporcionar incentivos ao gestor para atuar de maneira a maximizar o valor da empresa (ex-ante) – serão tanto mais eficazes quanto mais aproximem os interesses dos gestores aos dos acionistas;

²² OPA – Oferta pública de aquisição. Na literatura também se encontra o termo anglo-saxónico “takeover”.

²³ “Free cash flow”, segundo Jensen (1986) pode ser considerado como o conjunto dos fundos disponíveis, após o financiamento de todos os projetos com valor atual líquido positivo, atualizados ao custo de oportunidade do capital.

- Monitorizar as decisões e o comportamento do gestor (ex-post);
- Promover outros mecanismos de governo das sociedades, que sirvam para fazer face ao facto dos outros dois anteriores não serem suficientes para ultrapassar o problema de agência.

A procura da determinação do equilíbrio contratual que possibilite a minimização desses custos no seio de uma empresa constitui o cerne da teoria da agência (Fama e Jensen, 1983b). A ideia base que relaciona a teoria da agência e o governo das sociedades assenta no equilíbrio de estratégias dominantes²⁴, isto é, numa decisão estratégica, envolvendo dois ou mais intervenientes, em que nenhum tem a ganhar mudando a sua estratégia unilateralmente.

1.1.4 – Teoria da maximização do valor

A teoria da maximização do valor da empresa encontra as suas raízes nas teorias da economia e das finanças e propõe que as decisões e atividades dos gestores se devem orientar para o incremento do valor de mercado de longo prazo da empresa. Jensen (2001) refere que o valor não é apenas a sua capitalização bolsista, mas a soma do valor de todas as formas de capital e financiamento da empresa. Segundo este autor, se perguntarmos qual a função objetivo²⁵ da empresa, a maioria dos economistas e dos financeiros simplesmente responderiam que os gestores devem utilizar um critério lógico e claro na hora de tomar decisões e ter o seu desempenho avaliado, que é a maximização do valor da empresa.

Brealey *et al.* (2000) afirmam que o administrador financeiro deve agir no interesse dos proprietários, que têm por objetivo maximizar a sua própria riqueza²⁶. Damodaran (2001) afirma que o objetivo das finanças empresariais é maximizar o valor da empresa e, como tal, as decisões sobre investimentos, financiamentos e dividendos devem ser dirigidas para esse objetivo.

²⁴ Conceito desenvolvido por John Nash (1950), também conhecido pelo equilíbrio de Nash que revolucionou o estudo da estratégia económica.

²⁵ Segundo Jensen (2001) é necessário definir se a empresa deve possuir uma única função objetivo ou se deve ter múltiplos objetivos. O autor afirma que é impossível a empresa obter sucesso tendo múltiplos objetivos, pois acabará por não os alcançar todos. Chega mesmo a afirmar que ter múltiplos objetivos significa não ter objetivos. Apesar de não se poder assegurar que a função definida será maximizada ou que a maximização resultará em melhor desempenho da empresa, garante que as decisões tomadas pelos gestores serão nesse sentido, utilizando critérios lógicos, minimizando conflitos e proporcionando condições para uma melhor avaliação dos gestores.

²⁶ O conceito de maximização da riqueza dos acionistas é similar ao conceito de maximização do valor da empresa (Silveira, 2004). Segundo Damodaran (2001) embora a empresa inclua tanto investidores em ações como financiadores, os financiadores podem proteger-se contratualmente devendo os administradores concentrar-se na maximização da riqueza dos acionistas (aqueles que os contrataram em primeiro lugar). Deste modo o objetivo restringe-se à maximização da riqueza dos acionistas.

Identificando três dimensões distintas, Silveira *et al.* (2005) desenvolve argumentos teóricos que sugerem que a teoria de maximização da riqueza dos acionistas é mais robusta conceitualmente que a teoria dos stakeholders na resposta às seguintes questões:

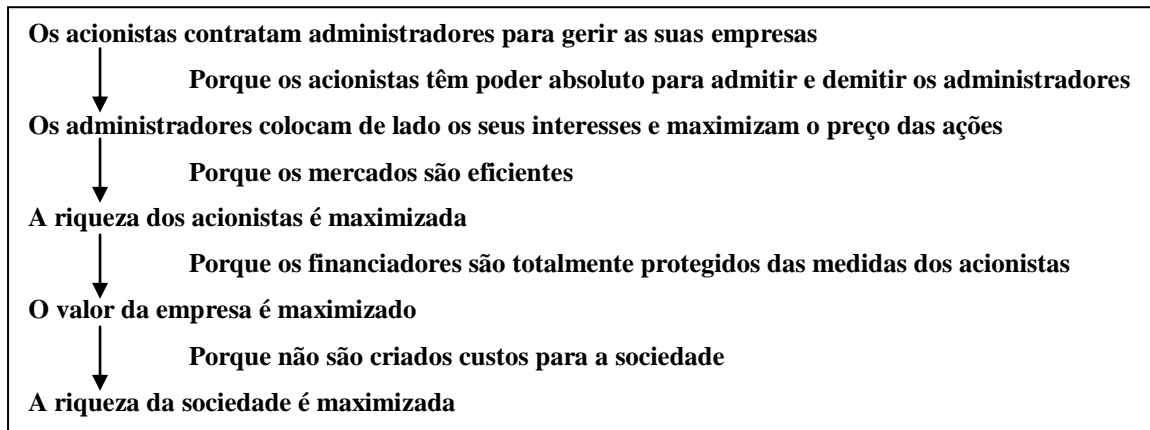
- Qual a função objetivo que gera um maior bem-estar para a sociedade? (dimensão social);
- Qual a função objetivo que torna a empresa mais eficiente e produtiva? (dimensão empresarial);
- Qual a função objetivo que especifica de forma clara como os executivos e conselheiros devem tomar as decisões e ser avaliados? (dimensão profissional).

Como tal, deverá ser a escolhida como pano de fundo para a elaboração e implementação dos modelos de gestão e governança empresarial, uma vez que será a que resultará num maior bem-estar social, numa melhor eficiência empresarial e numa melhor definição de critérios de avaliação dos gestores da empresa.

Jensen (2001) argumenta que, na ausência de externalidades²⁷ ou monopólios, duzentos anos de pesquisa em economia e finanças têm mostrado que o bem-estar social é maximizado quando cada empresa, numa determinada economia, maximiza o seu valor de mercado. Numa empresa de capital aberto, o preço das ações é uma medida observável e real da riqueza dos acionistas, pelo que se deduz que o objetivo da maximização da riqueza dos acionistas pode ainda ser restringido para a maximização do preço das ações (Damodaran, 2001). Segundo o autor, existem três razões para o facto do objetivo da maximização do preço das ações ser o predominante, apesar de ser o mais restrito:

- Os preços das ações são, de todas as medidas, as mais observáveis. São atualizados constantemente, refletindo novas informações sobre a empresa (por exemplo: intenções de aquisição de outra empresa);
- Os preços das ações num mercado com investidores racionais refletem os efeitos a longo prazo das decisões da empresa;
- O preço das ações é a medida real da riqueza dos acionistas, uma vez que estes podem a qualquer momento vender as suas ações e receber o preço nesse momento.

²⁷ Entenda-se neste caso externalidades negativas. As externalidades são atividades que envolvem a imposição involuntária de custos ou benefícios, ou seja, podem ter efeitos negativos ou positivos sobre terceiros, sem que haja oportunidade destes o impedirem e sem que tenham a obrigação de os pagar ou de ser indemnizados. Exemplos de externalidades negativas são a poluição ambiental provocada pelas atividades económicas e a produção de bens não seguros.



Fonte: Damodaran (2001:40)

Figura 2 – Motivos para o funcionamento da maximização do preço das ações

1.1.5 – Teoria dos stakeholders

A primeira definição do termo stakeholder é atribuída por Freeman (1984) a um memorando interno de 1963 do Instituto de Pesquisa de Stanford (Stanford Research Institute – SRI), onde a ideia era designar todos os grupos sem os quais a empresa deixaria de existir. Freeman (1984) definiu o termo stakeholder como qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa. No entanto, em 2004, viria a complementar a definição referindo que os grupos e indivíduos são aqueles que são vitais para a sobrevivência e sucesso da empresa. Acrescenta assim um novo princípio, onde a perspectiva dos stakeholders e as suas atividades são pontos importantes a ter em conta na gestão das empresas.

Desenvolvida por Freeman, a teoria dos stakeholders deriva essencialmente da ética empresarial e da filosofia (Donaldson e Preston, 1995), indo encontrar as suas raízes mais profundas na sociologia, no comportamento organizacional e na política de interesses de grupos específicos (Silveira *et al.*, 2005) e podendo ser definida, segundo Freeman e Mcvea (2000), como a formulação e implementação pelos administradores de processos²⁸ que satisfaçam todos os grupos que tenham interesses em jogo na empresa. Donaldson e Preston (1995), referem que a teoria dos stakeholders não parte necessariamente do pressuposto de que os gestores são o único foco legítimo de controlo e de governança empresarial, argumentando que todas as pessoas ou grupos com interesses legítimos numa empresa e que nela participam o fazem para obter benefícios, não havendo por isso motivos para dar prioridade a um conjunto de interesses em detrimento de outro. Freeman (2006) define os principais grupos de stakeholders como sendo os clientes, os empregados,

²⁸ A principal tarefa nesses processos seria a gestão e integração dos relacionamentos e dos interesses dos acionistas, funcionários, clientes, fornecedores, comunidades e outros grupos de modo a assegurar o sucesso da empresa a longo prazo.

as comunidades locais, os fornecedores e distribuidores e os acionistas. Além dos mencionados como principais, o autor considera ainda como sendo stakeholders outros grupos e indivíduos (são exemplos: os meios de comunicação social, o público em geral, as gerações futuras, os fundadores das organizações, a concorrência, as ONGs e ativistas, sindicatos, detentores de obrigações, credores, governo, reguladores).

Freeman e Mcvea (2000) identificam quatro linhas de investigação da gestão de empresas:

- Planeamento corporativo – conceção de que as estratégias de sucesso são aquelas que englobam os interesses de todos os stakeholders e não a maximização da posição de um único grupo em detrimento dos outros;

- Teoria de sistemas – elaboração de estratégias colectivas, no sentido da otimização do sistema como um todo, reconhecendo todos os relacionamentos dos quais as empresas dependem para sobreviver e ter sucesso a longo prazo, realçando a ideia de que as empresas são sistemas abertos que se relacionam com partes externas;

- Responsabilidade social e corporativa – construção de relacionamentos fortes e confiáveis e de boa reputação com todos os grupos externos à empresa, demonstrando a sua importância através de abordagens de casos empresariais de sucesso e de testes empíricos;

- Teoria organizacional – com as mesmas raízes da teoria de sistemas tem intenção de descrever e explicar a existência e natureza da organização. Constitui uma abordagem que, sendo difícil descrever a empresa sem o pleno reconhecimento das relações de que depende, sublinha a importância fundamental dos conceitos das partes interessadas entre si.

Uma crítica muito comum à teoria dos stakeholders está relacionada com a sua dificuldade de implementação, a ausência de um critério justo de decisão e a dificuldade em conciliar todos os diferentes interesses dos stakeholders que trará, com certeza, conflitos e dificultará a gestão (Freeman e Mcvea, 2000). Para Jensen (2001) a teoria dos stakeholders não é viável uma vez que propõe múltiplos objetivos em função da conciliação de interesses legítimos mas específicos dos múltiplos stakeholders, não especificando o trade-off entre eles, o que abre oportunidade para a desresponsabilização dos gestores e promoção dos seus interesses. Este autor propõe uma abordagem para a função objetivo da empresa utilizando a maior parte da estrutura da teoria dos stakeholders, em conjugação com a maximização do valor de longo prazo da empresa como critério para a tomada de decisões e para a definição dos trade-offs entre os seus stakeholders²⁹.

²⁹ Jensen (2001) denomina esta abordagem de “Enlightened Stakeholder Theory”.

1.2 – Conceito de governo das sociedades

O conceito de governo das sociedades evoluiu do conceito de governo³⁰ existente desde os primórdios da organização social. Os princípios e estrutura de governo são aplicáveis às organizações, sejam elas mais simples ou mais complexas, desde as internacionais passando pelas de nível nacional, regional e local até às mais pequenas (Davies, 2006). Todavia, não existe uma definição aceite unanimemente a respeito do governo das sociedades (Rodrigues, 2009; OCDE, 2004). A contextualização histórica e geográfica das instituições formais e informais, públicas ou privadas, que conjuntamente regulam as relações entre os gestores das empresas e os diversos investidores, provoca diferenças substanciais nas várias abordagens ao conceito de governo das sociedades (Rodrigues, 2009). Pérez (2003) refere que a existência das diferenças entre as múltiplas abordagens deriva de vários factores, considerados simultaneamente e num mesmo espaço nacional:

- Instituições e organização dos poderes político e judicial;
- Estruturas económicas e níveis de desenvolvimento;
- Cultura e valores individuais e coletivos.

Numa abordagem mais restrita, o governo das sociedades centra-se nas relações entre os gestores, administradores e acionistas com vista à minimização dos custos de agência, correspondendo a uma visão orientada para os acionistas com preocupações que giram à volta das questões da avaliação do risco associado ao investimento, monitorização do investimento e seu retorno (Esperança *et al.*, 2011). Em linha com esta abordagem, vários são os autores que nos propõem várias definições igualmente válidas: o Cadbury Committee (1992) define governo das sociedades como um sistema através do qual as empresas são dirigidas e controladas; Shleifer e Vishny (1997) dizem-nos que o governo das sociedades lida com as maneiras pelas quais os fornecedores de recursos financeiros (investidores) se asseguram da obtenção do retorno do seu investimento; para Zingales (1998) o governo das sociedades é o complexo conjunto de restrições que moldam a negociação *ex-post* sobre os *quasi-rents*³¹ gerados pela empresa; a Comissão do Mercado

³⁰ Segundo Defarges (2003) o termo “governo” terá surgido no século XII, em França, tendo por significado “a direção de bailados”. O mesmo autor refere ainda que os historiadores ingleses da Idade Média quando queriam caracterizar o modo de organização feudal referiam-se ao “governo”.

³¹ Quasi-rents representa a diferença entre o que as duas partes conseguem gerar juntos e o que elas podem obter no mercado (Zingales, 1998).

de Valores Mobiliários³² (1999) define o governo das sociedades como um sistema de regras e de condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. Gomez (2001) afirma que o governo das sociedades é o conjunto coerente de mecanismos³³ e práticas institucionais da empresa, que permitem legitimar as funções de autoridade exercida diretamente pelos gestores e delegadas através da hierarquia. Numa perspetiva mais abrangente o conceito de governo das sociedades, vai para além da proteção dos interesses dos acionistas indo ao encontro das expectativas e interesses dos stakeholders. Na literatura existem várias definições desta perspetiva mais abrangente, sendo a referida pela OCDE (2004:11) amplamente citada: “O governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos”. Para o Instituto Português de Corporate Governance³⁴ (2006) a expressão governo da sociedade designa, precisamente, o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, 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. Ao englobar neste conceito as restrições impostas externamente (referentes ao escrutínio e ao juízo de valor que é feito pelos diversos agentes do mercado de capitais), alarga-se o alcance da expressão governo das sociedades, não sendo esta limitada às estruturas internas³⁵ de tomada de decisão das empresas (órgão de administração, órgão de fiscalização, etc.) (Silva *et al.*, 2006).

No contexto do governo das sociedades é evidente e consensual a necessidade de existirem mecanismos de gestão que funcionem eficaz e eficientemente e que assegurem a

³² A CMVM, criada em Abril de 1991, é um organismo público independente, com autonomia administrativa e financeira, que supervisiona e regula os mercados de valores mobiliários e instrumentos financeiros derivados (tradicionalmente conhecidos como “mercados de bolsa”) e a atividade de todos os agentes que neles atuam.

³³ Os mecanismos são: órgãos de representação (exemplo: assembleia geral), órgãos executivos (exemplo: conselho de administração) e órgãos de controlo (exemplo: conselho fiscal).

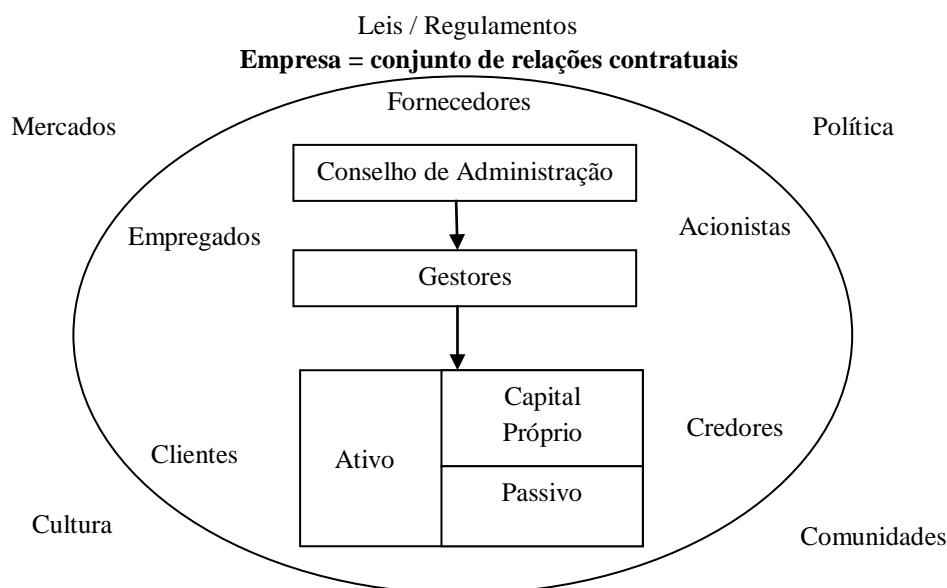
³⁴ Associação de direito privado, sem fins lucrativos, que teve o seu lançamento público em Maio de 2004, sem poderes vinculativos, que tem por objeto a investigação e divulgação dos princípios do governo das sociedades, desenvolvendo atividades adequadas a tal fim.

³⁵ Salienta-se o facto de que alguns dos mecanismos de governo internos da empresa são fruto de imposições legais ou regulamentares.

tomada de decisão e a sua concretização na busca ótima dos objetivos da empresa. Em paridade com estes, apesar de à primeira vista não ser tão evidente a sua necessidade, os mecanismos de fiscalização e controlo da atuação dos gestores são de igual importância, porquanto existem circunstâncias em que, à priori, não está garantido que as decisões tomadas (definição da vontade da empresa) e a sua concretização vão de encontro aos objetivos finais da empresa (Silva *et al.*, 2006).

1.3 – Mecanismos de governo das sociedades

Gillan (2006) desenvolveu uma estrutura de governo das sociedades onde as partes interagem entre si, podendo ser externas ou internas à organização, no contexto de uma perspetiva abrangente, conforme representado na figura 3.



Fonte: Gillan (2006:383)

Figura 3 – Visão sistémica do governo das sociedades

Expandindo o conceito, o mesmo autor divide os mecanismos de governo em internos e externos. No que diz respeito aos mecanismos internos considera cinco categorias básicas: 1– conselho de administração (seu papel, estrutura e incentivos), 2– incentivos à gestão, 3– estrutura de capital, 4– disposições dos estatutos e contrato da sociedade e 5– sistemas de controlo interno. Similarmente divide os mecanismos externos em cinco grupos: 1– leis e regulamentos, 2– mercados 1 (mercados de capital, mercado

pelo controlo das empresas³⁶, mercado de trabalho e mercado de produtos), 3– mercados 2 (informações sobre o mercado de capitais / análise), 4– mercados 3 (foco na contabilidade, finanças e serviços jurídicos de partes externas à empresa incluindo auditorias, diretores e conselheiros, seguros e conselhos de bancos de investimento) e 5– fontes privadas de controle externo (meios de comunicação e ações externas).

Bhagat e Bolton (2007), Larcker *et al.* (2007), Alves (2005), Shleifer e Vishny (1997) e a literatura em geral, apresentam-nos como principais mecanismos do governo das sociedades os seguintes elementos:

- Intervenção dos acionistas (destaque às ações dos investidores institucionais);
- Esquema de incentivos e de remuneração dos executivos;
- Órgão de fiscalização da sociedade (administradores não executivos);
- Mercado pelo controlo das empresas;
- Divulgação da informação pela sociedade;
- Códigos³⁷ e recomendações de boas práticas de governo das sociedades.

O governo das sociedades deve contemplar os mecanismos necessários à indução de uma eficiente afetação de recursos e os mecanismos que reclamem a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados (Silva *et al.*, 2006). Não existe um modelo único de bom governo das sociedades (OCDE, 2004), pelo que, cabe a cada empresa, individualmente e baseando-se em princípios³⁸ e códigos existentes e publicados por diversas entidades, optar por aquele que entender que responda às suas necessidades.

Jensen (1993) opta por utilizar uma abordagem, frequentemente referida por vários autores, em que divide os mecanismos de governação das sociedades em quatro grupos:

- Legislação e regulamentação;
- Controlo externo;
- Competição no mercado de produtos;

³⁶ Tradução do termo “market for corporate control”, definindo controlo como a legitimidade de decidir a afetação dos recursos da empresa, bem como a fixação das compensações dos gestores de topo (Jensen e Ruback, 1983). Abordagem que visa a natureza do controlo das empresas e não o controlo dos gestores (Franks *et al.*, 2006)

³⁷ Temos como exemplos: em Portugal – o código de governo das sociedades da CMVM de 2013 (recomendações), o código de governo das sociedades do Instituto Português de Corporate Governance emitido em 2012; em Espanha – o código unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas da Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) de Junho de 2013.

³⁸ Por exemplo: os princípios da OCDE sobre governo das sociedades, publicado em 2004, contemplam seis princípios fundamentais que se desdobram em alíneas que os explicam na sua totalidade (ver anexo III). Segundo a CMVM, os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades foram inicialmente publicados em 1999 e foram largamente adotados como padrão, quer pelos países que integram a organização, quer por outros países. Integram o grupo dos 12 padrões-chave usados pelo fórum para a estabilidade financeira, com vista a assegurar a estabilidade financeira internacional, e pelo Banco Mundial no esforço que desenvolve para melhorar as práticas de governo das sociedades em mercados emergentes.

- Controlo interno.

Davies (2006) tendo em conta que o objetivo principal do governo das sociedades é garantir a sobrevivência e o sucesso sustentável da empresa, destaca oito dimensões nucleares que têm que ser otimizadas continuamente pelos mecanismos de governo das sociedades:

- Identidade – saber quem somos;
- O propósito da organização – o que devemos fazer;
- Liderança – dimensão que depende fundamentalmente da confiança (o líder tem de confiar nos seus seguidores para o apoiarem e estes têm de confiar nos motivos, competências e julgamentos do líder);
- Distribuição de poder – numa instituição moderna e complexa como é a empresa não há ninguém que saiba tudo, pelo que a distribuição de poder, responsabilizando pelo seu uso, permite a obtenção de resultados e constitui o cerne do governo das sociedades;
- A inclusão e a comunicação – o princípio da inclusão³⁹ reflete a abertura ou transparência, isto é, alarga fronteiras melhorando a compreensão do mundo e tornando a empresa socialmente mais responsável;
- Padrão de responsabilização – qualquer autoridade deve ser equilibrada pela responsabilização do seu uso;
- Maximizar a eficácia – sendo uma dimensão chave do governo das sociedades procura-se agir para assegurar a qualidade ao cliente, minimizar desperdícios e criar uma reputação sustentável;
- Garantir a sustentabilidade – focalização na concretização de resultados que mantenham um ritmo de crescimento compatibilizando os recursos com as necessidades da empresa.

Seguidamente explicita-se a relevância de alguns mecanismos de governação empresarial importantes.

1.3.1 – Acionistas

Num contexto de uma organização complexa como é uma empresa, os acionistas através da posse de frações de capital das empresas na forma de ações, são os detentores das empresas. Em sentido amplo, o direito de propriedade implica controlo sobre “a coisa”

³⁹ O princípio da inclusão foi estabelecido pelo relatório “Tomorrow’s Company” (1995) editado pela “Royal Society for the encouragement of Arts, Manufactures and Commerce”. Às empresas é solicitada a identificação de todas as partes interessadas nos negócios e que estas sejam envolvidas nas suas relações de trabalho.

e responsabilidades sobre ela. Os direitos de propriedade, nas empresas, estão representados pelas ações as quais, segundo Gugler *et al.* (2004) e Rodrigues (2009), têm valor por possuírem o direito aos dividendos pagos pela empresa e, perante uma dissolução da empresa, ao valor correspondente dos ativos (direitos de rendimento) conferindo o direito de voto no contexto de algumas decisões estratégicas da empresa (direitos de voto ou de controlo). Torna-se assim necessário analisar a estrutura de propriedade das empresas e o comportamento dos acionistas para compreender o seu papel na governabilidade empresarial.

O poder de vender as suas ações e o poder de votar num específico e determinado número de matérias, tais como eleição de administradores e aprovação de aquisições e fusões, constituem poderes que a literatura considera como os mais importantes direitos dos acionistas e que representam a sua capacidade de influenciar as decisões da empresa (Esperança *et al.*, 2011). Todas as ações ordinárias são iguais pela sua própria natureza e, como tal, conferem os mesmos direitos de controlo⁴⁰. Porém, quando a propriedade das ações se encontra dispersa por um número elevado de acionistas, o controlo da empresa tende a ficar na mão dos gestores. Segundo Esperança *et al.* (2011), as principais razões para esta perda de controlo da empresa por parte dos acionistas passam pelo facto dos acionistas pequenos e dispersos não conseguirem agir em grupo de forma coesa e pelo facto de serem donos de uma pequena fração da empresa, que não constitui incentivo ao dispêndio de esforços para monitorizarem os gestores⁴¹.

A concentração da propriedade, por outro lado, permite alavancar a proteção legal dos acionistas, limitando os problemas anteriormente referidos. No entanto, apesar de se conseguir pressionar mais facilmente a gestão, cria um conflito de interesses latente entre acionistas maioritários e acionistas minoritários, constituindo a intervenção dos grandes acionistas um mecanismo de governo das sociedades (Shleifer e Vishny, 1997; Bhagat e Bolton, 2007). Sugerido por vários autores, os acionistas com controlo preferem obter benefícios privados do controlo em vez de partilharem os resultados com todos os investidores (Esperança *et al.*, 2011), dando origem a eventual expropriação dos acionistas minoritários⁴² (Silva *et al.*, 2006). As chamadas vantagens privadas do controlo (Zingales,

⁴⁰ A uma ação corresponde um voto.

⁴¹ Coletivamente os acionistas têm incentivo a fiscalizar a gestão, mas individualmente os pequenos acionistas revelam tendência para apresentarem um comportamento “free-riding” (Berle e Means, 1932), ou seja, deixarem terceiros conduzir a empresa.

⁴² O acionista maioritário dispõe de mais informação por via do seu envolvimento na gestão, podendo usar essa assimetria de informação em seu benefício e em prejuízo do acionista minoritário em particular e da empresa em geral (Silva *et al.*, 2006).

1994) são benefícios únicos para quem detém o controlo que, apesar de serem difíceis de observar e muito difíceis de quantificar (Zingales, 2000), parecem justificar o controlo empresarial como um ativo de grande valor, podendo estes serem pecuniários e não pecuniários⁴³. Segundo Alves (2005), após e durante momentos de crise financeira surgem apelos de autoridades públicas de supervisão e códigos de boa governança corporativa que reclamam um ativismo mais intenso por parte de um grupo específico de acionistas: os investidores institucionais.

1.3.1.1 – Investidores institucionais

Os investidores institucionais⁴⁴ perseguem um objetivo primordial que se traduz pela maximização do retorno dos seus investimentos, refinando as suas estratégias de investimento com as técnicas modernas que atualmente têm ao seu dispor. Assim sendo, devido à natureza das suas atividades, o controlo da empresa não é um objetivo principal deste tipo de investidores (Esperança *et al.*, 2011), sendo que a grande maioria deles tende a adotar uma atitude passiva (Gillan e Starks, 2000). A literatura evidencia uma reduzida disponibilidade destes investidores para atuarem ativamente na monitorização do governo das sociedades, mas quando existe atividade, esta é exercida fundamentalmente por fundos de pensões⁴⁵ e por associações de fundos de pensões (Alves, 2005). O papel dos investidores institucionais no governo das sociedades vem recentemente despertando interesse face ao facto de nas últimas duas décadas, a nível mundial, assistirmos a um incremento bastante significativo do peso deste tipo de investidores na propriedade das empresas⁴⁶ (Esperança *et al.*, 2011). Além disso, se considerarmos os investidores

⁴³ Constituem benefícios do controlo pecuniários a compensação dos gestores superior à média do mercado ou outros ligados à função; e não pecuniários o prestígio, o estatuto social, o poder de decisão sobre políticas da empresa, a independência dos superiores. Um estudo de Dyck e Zingales (2004), referente ao período de 1990 e 2000, mostra uma associação dos mercados de capitais desenvolvidos das maiores concentrações da estrutura acionista e das privatizações realizadas por negociação direta, com os maiores benefícios privados de controlo (Rodrigues, 2009).

⁴⁴ Segundo o “Guia do Investidor”, publicado pela CMVM, são investidores institucionais: as instituições de crédito (bancos); as empresas de investimentos; as empresas de seguros; as instituições de investimento coletivo e respetivas entidades gestoras; os fundos de pensões e respetivas entidades gestoras; os fundos de titularização de créditos, respetivas entidades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei; as sociedades de titularização de créditos; as sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respetivas sociedades gestoras; outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas; outras entidades dotadas de uma especial competência e experiência relativas a valores mobiliários que a CMVM qualifique, em regulamento, como investidores institucionais.

⁴⁵ Alves (2005) refere a título de exemplo dois dos fundos de pensões mais ativos no sentido do acompanhamento da atividade das empresas por acionistas institucionais: o “Califórnia Public Employees’ Retirement System” (CalPERS) e o “Teachers Insurance and Annuity Association-College Retirement Equities Fund” (TIAA-CREF).

⁴⁶ Para aprofundar este tema ver base de dados da OCDE sobre os ativos dos investidores institucionais em <http://stats.oecd.org/>

institucionais globalmente, verificamos que estes detêm um enorme poder coletivo no mercado de capitais (Alves, 2005). Surgem assim, no âmbito dos reguladores e dos governos, recomendações para o reforço da intervenção destes investidores nas empresas por si participadas, exercendo ativamente o seu direito de controlo, precavendo dessa forma a expropriação dos pequenos investidores pelos acionistas influentes e minimizando os custos de agência. Segundo Alves (2005), os investidores institucionais ativistas encontram-se primordialmente nas empresas de grande dimensão com elevado nível de propriedade institucional e com performance recente baixa, não existindo evidência, na maioria dos estudos, de qualquer tipo de relação significativa entre o ativismo e a performance da empresa, quer a nível contabilístico, quer a nível das cotações. As principais motivações para o ativismo dos investidores institucionais são apontadas por Bhagat e Bolton (2007) como sendo ações de favorecimento da supressão de medidas anti takeover, aumento da representação independente no conselho de administração, dando ênfase ao número de votos necessários para eleger os diretores, e negociação com os gestores sobre matérias relacionadas com a remuneração executiva e sobre o conteúdo de propostas de acionistas. A possibilidade do ativismo dos investidores institucionais, no controlo e fiscalização do governo das sociedades participadas, ser a resolução das questões existentes de separação da propriedade e da gestão é vista por alguns autores com ceticismo, interrogando qual a motivação e se existe disponibilidade e interesse dos investidores institucionais para tal (Alves, 2005).

1.3.1.2 – Acionistas com controlo ou de referência

Segundo Gugler *et al.* (2004), em termos de identidade os acionistas de referência⁴⁷ geralmente são classificados em indivíduos, institucionais (fundos de pensões e fundos mútuos), bancos⁴⁸, famílias e Estado, existindo benefícios e custos associados à concentração da propriedade. Como se viu anteriormente, os investidores institucionais podem ter um papel mais ativo na vigilância e controlo dos gestores e na difusão de práticas de governabilidade empresarial nos mercados de capitais desenvolvidos (Rodrigues, 2009). Os bancos parecem optar pela liquidez das posições detidas, assumindo um papel secundário no controlo (Coffee, 1991). Posição diferente têm as famílias de

⁴⁷ A OCDE (2004) define acionista de referência como aquele acionista que detêm um número suficiente de votos para escolher a maioria dos membros do conselho de administração da sociedade. De notar que um acionista pode conseguir a controlar a sociedade com menos de 50% de representatividade no capital, usando ações com direitos especiais de voto, pirâmides de controlo ou outras táticas.

⁴⁸ O autor separa os bancos dos investidores institucionais; ao contrário a CMVM, como se viu anteriormente, classifica os bancos como tal.

controle uma vez que o seu nome, a sua riqueza e a continuidade do negócio estão diretamente ligados ao aumento do valor da empresa e à vigilância sobre os gestores. No entanto, existem evidências que sugerem que o controle familiar tem um impacto positivo no valor da empresa, na presença de uma proteção legal forte, contrariamente em locais com proteção fraca dos investidores em que surgem fortes probabilidades dos acionistas minoritários serem expropriados (Maury, 2006; Esperança *et al.*, 2011). Já o Estado, enquanto acionista de referência, é na literatura económica descrito como ineficiente e de objetivos pouco claros, que quando assume o controle é muitas vezes por razões políticas exercendo os direitos de propriedade burocraticamente (Rodrigues, 2009).

1.3.1.3 – Acionistas internos

Ser gestor e ao mesmo tempo acionista faz, teoricamente, alinhar os interesses dos acionistas e dos gestores, limitando o problema de agência e produzindo efeitos positivos no valor da empresa (Fernández e Arrondo, 2005; Esperança *et al.*, 2011). Segundo Linck *et al.* (2008), existe uma tendência para os conselhos de administração possuírem uma menor proporção de administradores independentes perante a existência de acionistas internos, atenuando assim a necessidade de monitorização dos gestores no que diz respeito ao alinhamento de interesses entre ambos (acionistas e gestores).

1.3.2 – Conselho de administração

O conselho de administração é considerado o mecanismo do governo das sociedades que ocupa um lugar especial na estrutura das organizações, que tem por missão encontrar soluções para as tensões que resultam da separação da propriedade e da gestão, limitando as ações discricionárias dos gestores, estando-lhe por isso confiada a responsabilidade de proteger e promover os interesses dos acionistas (Rodrigues e Seabra, 2011a). Segundo estes autores, os comportamentos discricionários são potencialmente reduzidos perante um conselho de administração devidamente estruturado e eficiente⁴⁹. Segundo Rodrigues (2009), referindo-se aos princípios da OCDE sobre o governo das sociedades publicados em 2004, o conselho de administração deve agir sempre com base em quatro princípios:

- “Fairness” – justiça e equidade nos relacionamentos com os acionistas;

⁴⁹ Para tal dever-se-á ter em atenção a composição, dimensão, diversidade de competências individuais e processos formais de avaliação do seu próprio desempenho (Rodrigues e Seabra, 2011a).

- “Disclosure” – transparência no relato da informação, evitando que alguém venha a deter informação privilegiada;

- “Accountability” – prestação de contas com responsabilidade;

- “Compliance” – atuar em conformidade com a lei.

Dentro do contexto das responsabilidades do conselho de administração, a OCDE (2004) refere que, além de determinar a estratégia da sociedade, é o principal responsável pela fiscalização do desempenho dos gestores e pela obtenção do rendimento adequado para os acionistas, acautelando conflitos de interesses e arbitrando pretensões concorrentes sobre a sociedade. A objetividade e a independência na tomada de decisões devem ser uma linha orientadora do exercício das funções dos órgãos de administração. A supervisão dos sistemas que visam assegurar o cumprimento da legislação aplicável⁵⁰, por parte da sociedade, constitui outra função importante do conselho de administração (OCDE, 2004). Acresce ainda que o conselho de administração deve ter em devida consideração outros interesses relevantes, como sejam o dos trabalhadores, credores, clientes, fornecedores, e comunidades locais, tratando-os de forma equitativa, sendo importante, neste contexto, o cumprimento de normas ambientais e sociais.

1.3.2.1 – Composição e dimensão

Composto por pessoas físicas ou por sociedades, eleitos em assembleia-geral⁵¹, o conselho de administração é o órgão que assegura uma direção colegial da sociedade, ou seja, onde os administradores exercem coletivamente as suas funções de direção (Rodrigues e Seabra, 2011a). A sua composição, estrutura interna e atribuições, assim como as regras de governo, nomeação, destituição e deveres dos membros, variam de empresa para empresa, com os diferentes sistemas de governo das sociedades e de país para país (OCDE, 2004). Para Lynall *et al.* (2003), a composição do conselho de administração depende da fase de desenvolvimento em que a organização se encontra e do poder relativo dos seus constituintes organizacionais.

⁵⁰ Legislação fiscal, de concorrência, laboral, ambiental, de igualdade de oportunidades e em matéria de saúde e segurança. As empresas consideraram ser útil, em alguns países, definir expressamente as responsabilidades assumidas pelo conselho de administração e aquelas pelas quais os gestores respondem perante este órgão (OCDE, 2004).

⁵¹ Órgão soberano da sociedade, qualquer que seja o seu tipo, constituído pelos acionistas da sociedade com direito a voto. Tem competência para tudo, desde que não esteja reservado por lei ou pelos estatutos da sociedade a outros órgãos sociais.

Segundo os relatórios da empresa Heidrick e Struggles⁵² acerca do governo das sociedades na Europa, com uma ou duas exceções, a forma e a estrutura dos conselhos de administração na Europa permaneceram mais ou menos inalterados ao longo dos últimos dez anos, distribuindo-se pelas seguintes estruturas:



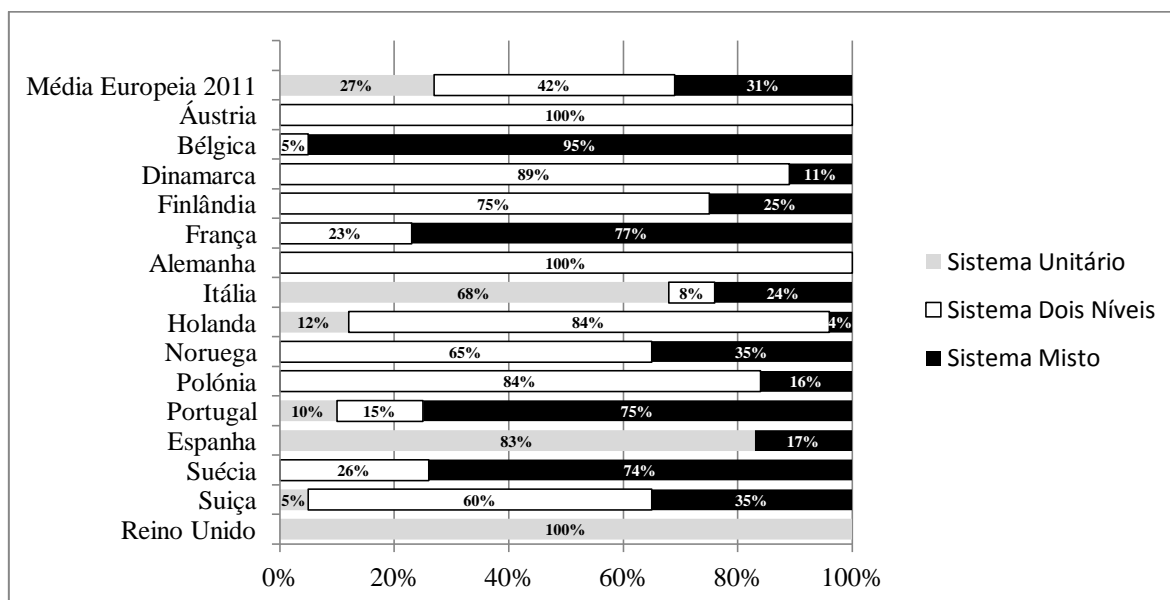
Fonte: Adaptado de European Corporate Governance Report 2011 – Challenging Board Performance (2011).

Figura 4 – Estruturas dos conselhos de administração na Europa

Considerando as estruturas constantes da figura 4, o gráfico 1 apresenta-nos em percentagem a sua distribuição nos países indicados, assim como a média na Europa:

Gráfico 1

Distribuição percentual das estruturas dos conselhos de administração



Fonte: European Corporate Governance Report 2011 – Challenging Board Performance (2011).

⁵² Os relatórios: “Towards Dynamic Governance 2014 - European Corporate Governance Report” (2013), European Corporate Governance Report 2011 – Challenging Board Performance (2011) e Boards in Turbulent Times – Corporate Governance Report 2009 (2009), editados pela empresa Heidrick & Struggles International, Inc., têm por base cerca de 400 empresas constantes dos seguintes índices bolsistas: ATX, BEL20, C20, OMX Helsinki, CAC40, DAX30, S&PMIB, AEX, OBX, WSE, PSI20, IBEX35, OMX Stockholm, SMI e top 50 do FTSE.

No que diz respeito à dimensão ou tamanho do conselho de administração, Fama e Jensen (1983) referem como característica relevante o número de administradores que compõem o conselho de administração, na medida em que reflete a capacidade de acompanhamento e controlo das atividades de gestão. Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993) consideraram a hipótese da existência de uma relação inversa entre a dimensão do conselho e o valor da empresa, justificada pela capacidade de comunicação deficiente, menor focalização na resolução dos problemas da empresa e quanto mais administradores maior é a possibilidade de alguns sentirem que o seu contributo é menos importante e, como tal, adotar um papel passivo. Não totalmente em desacordo, Coles *et al.* (2008) no seu estudo defende que as empresas que possuem os conselhos de administração muito grandes, como aquelas que os têm muito pequenos, têm tendência para apresentar melhores performances. Jensen (1993) sugere que quando os conselhos de administração são constituídos por mais de sete ou oito pessoas, o seu funcionamento tende a ser menos eficaz, tornando a tomada de controlo por parte do “Chief Executive Officer” (CEO) mais fácil. A dimensão ótima dos conselhos de administração é ainda um assunto onde foram alcançadas poucas conclusões consensuais. Boone *et al.* (2007) argumenta, a este respeito, que as características da empresa e a sua gestão são fatores influenciadores, logo, empresas de maior dimensão e mais complexas tendem a ter conselhos de administração grandes. O quadro 2 apresenta a dimensão média dos conselhos de administração de alguns países da Europa e Estados Unidos, baseada em dados referentes a 2013:

Quadro 2

Dimensão média do conselho de administração

BE	CH	DE	DK	ES	FI	FR	IT	NL	NO	SE	UK	US
12.2	10.8	16.3	9.4	11.5	7.8	14	12.4	7	8.5	9.8	10.3	10.7

BE – Bélgica; CH – Suíça; DE – Alemanha; ES – Espanha; FI – Finlândia; FR – França; IT – Itália; NL – Holanda; NO – Noruega; SE – Suécia; UK – Reino Unido; US – Estados Unidos da América.

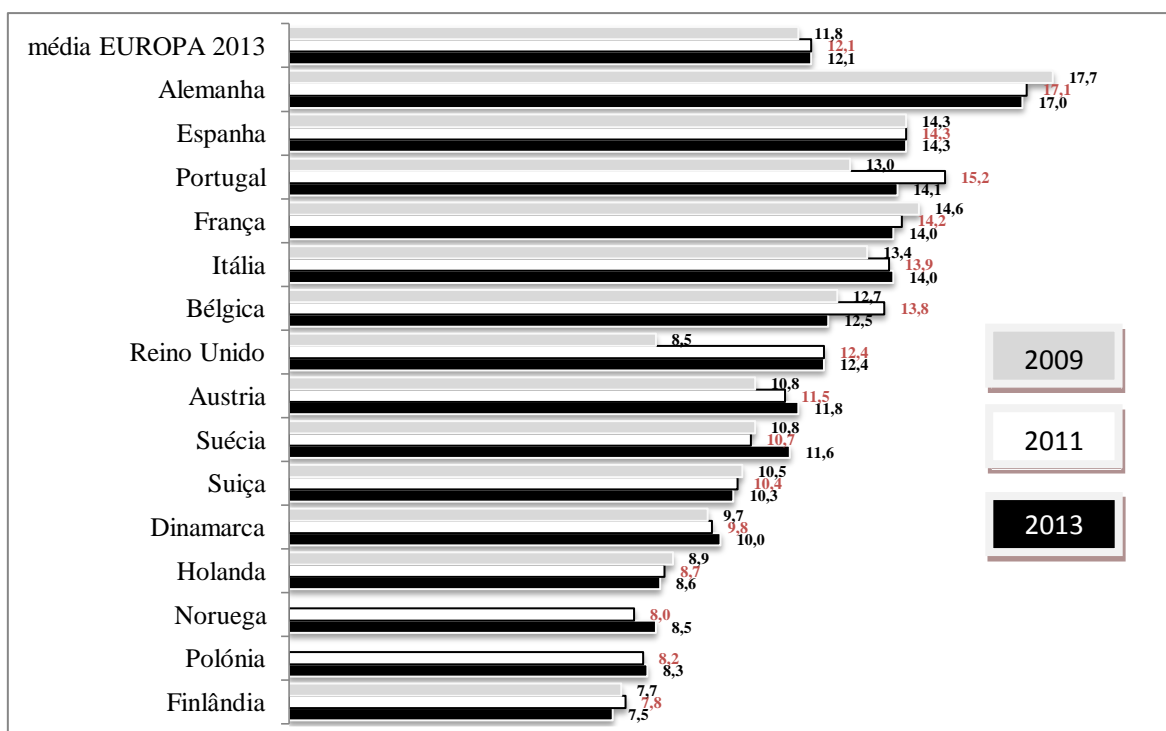
Fonte: Vários Spencer Stuart Board Indexes (2014)⁵³.

O gráfico 2 mostra a média do número dos elementos do conselho de administração em países da Europa referentes a 2013, 2011 e 2009:

⁵³ Spencer Stuart é uma empresa, fundada em 1956, de consultadoria e recrutamento de executivos.

Gráfico 2

Média do número de diretores por conselho de administração



Fonte: Adaptado de “Towards Dynamic Governance 2014 - European Corporate Governance Report” (2013), de European Corporate Governance Report 2011 – Challenging Board Performance (2011) e Boards in Turbulent Times – Corporate Governance Report 2009 (2009)⁵⁴.

Além dos estudos já referidos anteriormente, o quadro 3 apresenta alguns estudos empíricos que relacionam o tamanho do conselho de administração com a performance:

Quadro 3

Estudos empíricos sobre os efeitos do tamanho do conselho de administração sobre a performance

Autores	Amostras	Resultados / Conclusões
Yermack (1996)	Forbes 500 maiores empresas – 452 empresas / 1984-1991.	Tamanho foi um determinante para performance e a eficiência das empresas. Relação inversa.
Eisenberg, Sundgren e Wells (1998)	785 empresas + 94 empresas falidas – Finlândia – base dados Asiakastieto Oy.	Confirmam relação encontrada por Yermack (1996).
Boone <i>et al.</i> (2007)	1019 empresas que abriram o capital ao público no período de 1988 a 1992 – seguidas por períodos até 10 anos.	O tamanho e independência do conselho de administração variam conforme a especificidade e a complexidade da empresa, sendo este o resultado de um processo endógeno competitivo. Empresas experientes e mais diversificadas têm conselhos maiores e mais independentes. As empresas em que as oportunidades dos gestores para consumir benefícios privados são maiores ou que os custos de fiscalização dos gestores é pequeno têm conselhos maiores. Empresas em

⁵⁴ No ano de 2009 não foram reportados dados para Noruega e Polónia.

		que os gestores têm influência substancial e que as restrições a essa influência são fracas têm conselhos menos independentes.
Conyon e Peck (1998)	3690 observações de empresas do Reino Unido, França, Holanda, Dinamarca e Itália de 1990-1995. Base dados Datastream international.	Relação negativa significativa entre o tamanho do conselho e a performance. Os autores chamam a atenção que o resultado da relação pode alterar se forem consideradas outras medidas de performance.
Mak e Kusnadi (2002)	230 empresas da Singapore Stock Exchange (SGX) e 230 empresas da Kuala Malaysia Stock Exchange (KLSE).	Resultados sugerem uma relação inversa entre o tamanho do conselho e a performance, indicando que a interferência do conselho sobre a performance transcende diferentes sistemas de governo das sociedades.
Bennedsen, Kongsted e Nielsen (2008)	7496 empresas dinamarquesas de capital fechado de responsabilidade limitada – 1999.	Os autores não encontraram nenhum efeito sobre a performance nas empresas que têm abaixo de seis diretores. Encontraram uma relação negativa significativa quando se aumenta o conselho para mais de seis membros, o que é consistente com o estudo de Yermack (1996). Os resultados sugerem que este tipo de relação estende-se às pequenas e médias empresas de capital fechado mas apenas a uma minoria de empresas com o conselho relativamente grande.
Silveira (2002)	218 empresas da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e Sociedade Operadora de Mercados Ativos (SOMA) que apresentaram liquidez significativa em 1998/99/2000.	O autor obteve evidências de que um conselho de administração com um número intermédio de membros é o mais adequado.
Lehn, Patro e Zhao (2003)	81 empresas dos EUA de capital aberto no período de 1935-2000.	O tamanho do conselho revelou-se diretamente relacionado com o tamanho das empresas e inversamente com as “proxies” de oportunidades de crescimento. Os autores encontraram evidências de que o tamanho e a estrutura do conselho de administração são determinados de forma endógena a fim de maximizar o valor da empresa.
Holtz <i>et al.</i> (2013)	315 empresas da Bolsa de Valores de São Paulo –Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA). Dados dos formulários de referência de 2012.	Os autores encontraram evidências empíricas que sugerem que algumas variáveis são capazes de explicar o tamanho do conselho de administração, confirmando os resultados obtidos por Boone <i>et al.</i> (2007), Link, Netter e Yang (2008), Guest (2008) e Chen e Najjar (2012) para outros mercados.

Fonte: Elaboração própria

1.3.2.2 – Diversidade

A idade e o género dos membros do conselho de administração são os assuntos mais debatidos acerca da diversidade (Esperança *et al.*, 2011). Segundo um relatório da empresa Heidrick e Struggles (2013)⁵⁵, a média de idade dos membros do conselho de administração na Europa tem vindo a decrescer (59 em 2009, 58.4 em 2011 e 58.2 em

⁵⁵ Towards Dynamic Governance 2014 - European Corporate Governance Report” (2013).

2013), enquanto a proporção de mulheres presentes nos conselhos de administração na Europa tem vindo a aumentar (10% em 2009, 12% em 2011 e 17% em 2013). Inovação e opiniões independentes, um melhor conhecimento do mercado, um maior nível de criatividade, uma maior eficácia na resolução de problemas e uma maior rede de relações são, segundo Kang *et al.* (2007), contextos para os quais a diversidade pode ter uma contribuição importante. A Comissão Europeia (2011), no seu “Livro Verde – O quadro da UE do governo das sociedades”, considera que a diversidade de perfis e formações dos membros confere ao conselho de administração uma amplitude variada de valores, pontos de vista e competências, podendo levar a um maior volume de recursos e conhecimentos especializados. Debates mais aprofundados, mais monitorização e mais desafios nas reuniões do conselho de administração são resultado de uma maior diversidade que potencialmente origina melhores decisões.

Segundo a Comissão Europeia (2011), a diversidade apresenta três aspetos a considerar: a diversidade profissional, a diversidade internacional e a diversidade de género. A diversidade profissional traduz-se na diversidade de competências especializadas, trazendo mais eficácia aos trabalhos do conselho de administração. A compreensão, por exemplo, da complexidade dos mercados mundiais, dos objetivos financeiros da empresa e do impacto das atividades sobre os diferentes intervenientes (incluindo os trabalhadores), reveste primordial importância no âmbito das competências dos administradores⁵⁶. No contexto da diversidade internacional, a presença de membros estrangeiros no conselho de administração de uma empresa internacional, possuidores de um importante conhecimento dos mercados regionais, é seguramente uma mais-valia, apesar de daí poderem decorrer algumas dificuldades culturais e linguísticas. A questão da diversidade do género surge na ordem do dia e, conseqüentemente, diversos Estados membros da UE tomaram medidas, ou têm projetos, para assegurar um equilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração. Existem indícios de que as mulheres apresentam estilos de liderança diferentes, contribuindo para prevenir o “pensamento de grupo”, e têm um impacto positivo na inteligência coletiva de um grupo. Uma correlação positiva entre a percentagem de mulheres nos conselhos de administração e a performance das empresas é apresentada por alguns estudos, embora os mesmos não demonstrem qualquer nexo de casualidade.

⁵⁶ A Heidrick e Struggles (2009) no “Corporate Governance Report 2009 – Boards in turbulent times” refere que 48% dos conselhos de administração europeus não dispõem de um membro com um perfil de vendas ou marketing e que 37% dos comités de auditoria não incluem um diretor financeiro ou antigo diretor financeiro.

1.3.2.3 – Independência

Em virtude das definições mais específicas de independência do conselho de administração variarem de país para país, os diversos estudos que se centram nesta temática utilizam a percentagem de administradores não-executivos como medida de independência (Guest, 2008). Segundo Alves (2007), os administradores não-executivos, ao contrário dos administradores executivos, não assumem atividades de gestão corrente da empresa mas devem ter participação ativa na definição da estratégia da empresa e aconselhar os executivos em matérias de gestão do negócio. A OCDE (2004) nos seus princípios sobre o governo das sociedades, diz que os órgãos de administração devem ponderar a possibilidade de designarem um número suficiente de membros não-executivos do órgão de administração, capazes de exercer um juízo independente para a execução de tarefas suscetíveis de serem afetadas por um conflito de interesses⁵⁷. O comprometimento com o cumprimento dos objetivos da empresa e com o tratamento equitativo de todos os acionistas, conjugado com a disponibilidade mental para em qualquer momento cessar as suas funções, associados a um sentimento de liberdade, de integridade e de honestidade pessoal, caracterizam o administrador independente (Silva *et al.*, 2006). Além disso, segundo este autor, o administrador não-executivo deverá possuir os conhecimentos e as competências adequadas à sua função e devotar o tempo suficiente aos assuntos da empresa, sendo que a existência de condições institucionais para a concretização das suas tarefas revela-se de extrema importância⁵⁸. Reconhecida como um mecanismo para elevar a qualidade das práticas de governo das sociedades, a ação dos administradores independentes é vista como uma limitação à ação dos expropriadores, tanto gestores como acionistas com controlo, protegendo os interesses da empresa, dos acionistas minoritários e, em última análise, de todos os constituintes (Esperança *et al.*, 2011; Hu *et al.*, 2009).

O gráfico 3 apresenta a proporção de administradores não-executivos na Europa, constante no relatório da empresa Heidrick e Struggles (2013), que em 2013 atingiu a média de 80%. O mesmo estudo revela-nos que essa percentagem tem vindo a diminuir, pois em 2009⁵⁹ situava-se nos 86% e em 2011 nos 85%.

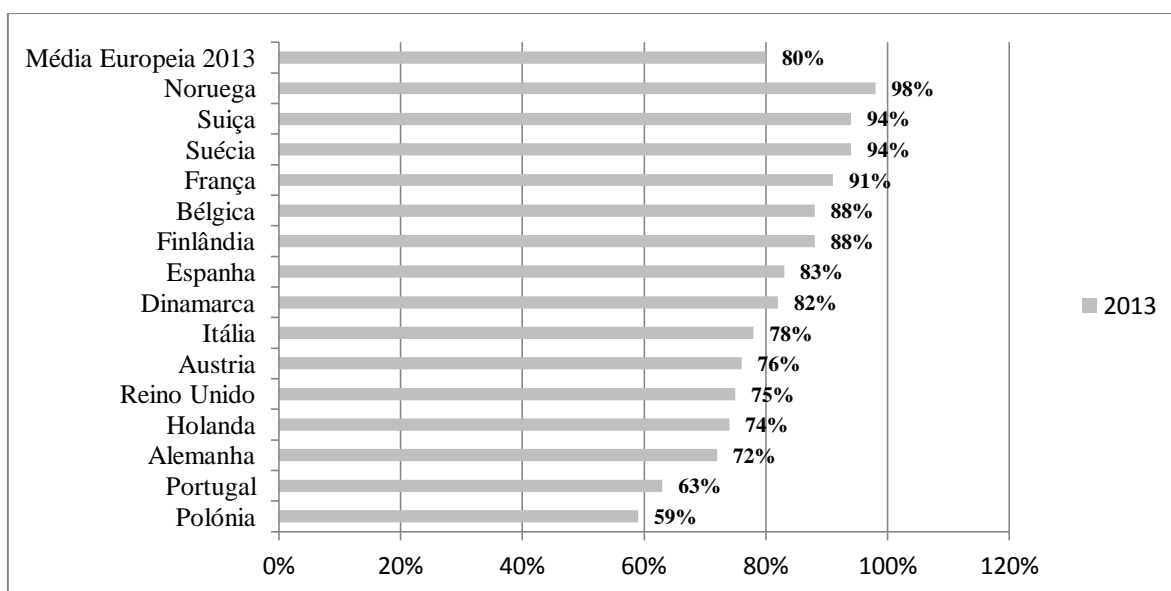
⁵⁷ São exemplos de responsabilidades fundamentais: garantir a integridade dos relatórios financeiros e não financeiros, a análise de transações com partes relacionadas, a nomeação de membros do órgão de administração e dos principais executivos, e a remuneração dos membros do órgão de administração (OCDE, 2004).

⁵⁸ É crítica recorrente feita aos administradores não-executivos o facto de não possuírem competências, não dedicarem o tempo e não fazerem o esforço necessário para compreender o negócio e desafiar a ação dos executivos (Alves, 2005).

⁵⁹ Excluindo a Noruega e Polónia.

Gráfico 3

Percentagem de administradores não-executivos nos conselhos de administração



Fonte: Adaptado de “Towards Dynamic Governance 2014 - European Corporate Governance Report” (2013).

1.3.2.4 – Separação das funções de presidente do conselho de administração e presidente executivo (CEO)

A objetividade e a independência do conselho de administração podem ser reforçadas face aos gestores pela separação das funções de presidente da comissão executiva e de presidente do conselho de administração. Esta separação pode ser encarada como uma boa prática, pois pode contribuir para um equilíbrio adequado de poderes, aumentar a responsabilização e melhorar a capacidade do conselho de administração de tomar decisões de forma independente face aos gestores (OCDE, 2004). A estrutura de liderança do conselho de administração é condicionada pelos sistemas legais em vigor em cada país, como tal, varia de país para país⁶⁰, acrescido das condicionantes específicas de cada empresa que, conseqüentemente, faz com que varie de empresa para empresa.

1.3.2.5 – Incentivos e remuneração executiva

Na década de 90 do século XX, as políticas remuneratórias baseadas na performance dos administradores torna-se um aspeto proeminente no âmbito do governo das sociedades e é interpretada por vários autores, entre os quais Jensen e Murphy (1990), como consequência natural do desalinhamento de interesses entre acionistas e

⁶⁰ No Reino Unido, Higgs (2003) através do “Higgs Report” salienta a necessidade da separação das duas funções como forma de criar um equilíbrio de poder e autoridade no seio organizacional, de tal maneira que evite poderes de decisão individuais sem restrições.

administradores. Procura-se então uma possível solução para o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores que passaria por indexar a remuneração dos administradores à performance da sociedade em função do seu desempenho.

Os pacotes de remuneração, normalmente, são compostos por uma parte fixa e outra variável. A parte variável comporta incentivos de curto e longo prazo, sendo a remuneração baseada nos capitais próprios e os planos de desempenho os incentivos de longo prazo mais utilizados (Esperança *et al.*, 2011). No entanto, os mecanismos remuneratórios utilizados ao longo da década de noventa do século XX, com o intuito de alinhar os interesses entre gestores e acionistas, pelo menos em grande parte, falharam os seus objetivos. Assim sucedeu com os que estabeleceram uma ligação entre os resultados do exercício e a remuneração variável, com os mecanismos de “stock options” e também com aqueles que avaliaram a performance dos executivos com base nas cotações bolsistas (Silva *et al.*, 2006). A respeito destes últimos, e a título de exemplo, basta pensar que a simples descida das taxas de juro faz, usualmente, subir as cotações das empresas sem que para isso o bom desempenho dos gestores tenha dado algum contributo.

Como resposta, assiste-se a nível internacional a um movimento convergente tendente à formulação e estruturação de uma política de remuneração mais eficaz, que evite contributos para a tomada de decisões por parte dos administradores com assunção excessiva de riscos, preferência pela performance de curto prazo, procura do interesse dos acionistas e gestores sem consideração de outros valores, promiscuidade na análise financeira e contabilística, revelando falta de independência dos profissionais envolvidos, deficiente informação prestada aos mercados e capacidade de influenciar os resultados prestados (Gomes, 2011).

1.3.3 – Mercado pelo controlo das empresas

Entende-se por mercado pelo controlo das empresas a legitimidade de decidir a afetação dos seus recursos, assim como a fixação das compensações dos gestores de topo (Jensen e Ruback, 1983). Segundo Schmidt (2002), o sistema jurídico-legal determina os mecanismos deste mercado, pelo que está subjacente o princípio de que o mercado é eficiente, perante uma má gestão qualquer empresa cotada encontra-se sob ameaça de uma oferta pública de aquisição (OPA). O mercado assegura assim, que os recursos se movimentam para onde geram mais valor, revelando-se o carácter disciplinador e punitivo deste mecanismo, incentivando o gestor a alinhar a sua gestão com os interesses dos acionistas, reduzindo os custos de agência (Grossman e Hart, 1986). No entanto, segundo

Silva *et al.* (2006), este mercado terá funcionado como fator de agravamento dos custos de agência, uma vez que as equipas de gestão terão desencadeado processos de aquisição tendo em vista adquirir dimensão suficiente para dissuadir eventuais interessados na sua aquisição, assim como utilizaram este mecanismo para atingir objetivos imediatos, não tendo em atenção a performance da empresa no longo prazo⁶¹. O ceticismo quanto à eficácia de tal mecanismo aumenta quando se verifica que as OPA's são muito dispendiosas para o adquirente, que as equipas de gestão são muito frequentemente expeditas a lutar contra este tipo de operações e que pode ter origem em comportamentos oportunistas dos gestores da empresa adquirente (Silva *et al.*, 2006) (Alves, 2005).

Uma relação fraca entre o mercado pelo controlo e a performance é sugerida por vários estudos académicos, sendo o mercado pouco impulsionado pelo mau governo das sociedades, operando mais energicamente por força do fator dimensão⁶² (Silva *et al.*, 2006) (Alves, 2005).

1.3.4 – Divulgação da informação e auditoria

Uma relação transparente e de confiança entre a empresa, acionistas, mercado e restantes stakeholders pressupõe uma divulgação de informação económica, financeira e contabilística, devidamente auditada externamente. Cabe assim aos auditores externos, através de um trabalho técnico rigoroso e independente, no interesse de todos os acionistas, aferir a veracidade, o quanto é exhaustiva a divulgação da informação e se cumpre as normas aplicáveis (Silva *et al.*, 2006). Esta informação, seguindo as normas legislativas e regulamentos em vigor, é divulgada através de relatórios de gestão e contas da empresa⁶³. Segundo os princípios da OCDE (2004) sobre o governo das sociedades deve-se assegurar a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes para a sociedade, incluindo informação financeira, desempenho, participações sociais e de governo:

- As informações devem obedecer aos requisitos de divulgação e a rigorosas normas contabilísticas vigentes;

⁶¹ Financiar a aquisição de outra empresa por outros meios que não a aquisição de ações próprias, tem como consequência imediata o aumento do resultado consolidado por ação. O que provoca um aumento de rendimentos pessoais dos gestores da empresa adquirente, caso estes sejam remunerados com base naquele indicador, podendo não ser benéfico na maximização do valor da empresa no longo prazo. Veja-se a título de exemplo a descrição do caso da AHOLD por Jong *et al.* (2005) (Silva *et al.* 2006).

⁶² Existe maiores probabilidades de uma grande empresa pouco lucrativa sobreviver independente, do que uma pequena empresa muito rentável (Silva *et al.* 2006).

⁶³ Em Portugal, segundo o nº 1 do artº65 e o artº66 do Código das Sociedades Comerciais (CSC), o dever de relatar a gestão e apresentar contas é da responsabilidade do conselho de administração que deve preparar, assinar e apresentar o relatório da gestão, as contas do exercício e demais documentos de prestação de contas previstos na lei, relativos a cada exercício anual, no cumprimento do seu dever de diligência.

- Tendo como objetivo assegurar que a informação financeira reflete a situação financeira e o desempenho da empresa nos aspetos relevantes, deve-se realizar uma auditoria anual por auditor independente e qualificado;

- Os auditores externos devem responder perante os acionistas;

- Acautelando conflitos de interesses que comprometam a integridade de análises e pareceres, o governo das sociedades deve ser complementado por análises e pareceres de analistas intermediários e sociedades de “rating” em apoio às decisões dos investidores.

A ocorrência de vários escândalos⁶⁴, originando falências devido à constatação de que a informação contabilística, foi sucessivamente manipulada por força de conluio entre gestores, auditores, bancos de investimento e analistas financeiros, abalou a credibilidade da informação auditada e a confiança na monitorização dos processos. Os casos ENRON⁶⁵ e similares⁶⁶, tanto nos EUA como na Europa, contribuíram para o ceticismo sobre a eficácia deste instrumento de governo das sociedades (Alves, 2005).

1.3.5 – Códigos e recomendações de boas práticas de governo das sociedades

A partir da década de 90 do séc. XX, antes da ocorrência de sucessivos escândalos com consequências sistémicas e impacto mediático, deu-se início a um movimento sustentado de codificação de práticas de bom governo e de normas recomendatórias (Silva *et al.*, 2006). Este movimento é consequência de um inesperado colapso de grandes empresas, um pouco por todo o mundo no final da década de 80 do séc. XX, que trouxe a público práticas de governo menos próprias: ocultação e gestão de resultados, falta de independência dos administradores externos e dos auditores e subornos a agentes das autoridades reguladoras (Tricker, 2012). Os códigos e recomendações de boas práticas de governo das sociedades pretendem, em geral, melhorar as práticas de boa governança empresarial, especialmente quando outros mecanismos, como sejam os mercados de aquisição e o ambiente legal, deixarem de garantir a adequada proteção dos direitos dos acionistas (Aguilera e Cuervo-Cazurra, 2003). Para fazer face ao poder arbitrário dos gestores das sociedades com o capital disperso, segundo Alves (2005), estes códigos procuram a adoção de mecanismos que permitam uma proteção dos interesses dos

⁶⁴ Ver anexo I.

⁶⁵ Empresa dos EUA do setor energético que declarou falência a 2 de dezembro de 2001.

⁶⁶ Todas as empresas evidenciaram graves deficiências de governo societário: i) ineficiente atuação dos auditores externos; ii) ineficiente e pouca transparência na divulgação pública da situação real das empresas; iii) inadequados sistemas de controlo de riscos e atuação da auditoria interna; iiiii) deficiente controlo das empresas por parte dos acionistas; iiiiii) deficiente controlo de gestão por parte dos órgãos de administração. São exemplos para além da já referida Enron em 2001: a Vivendi Universal e a Worlcom em 2002, a Ahold e a Parmalat em 2003 (Silva *et al.*, 2006).

investidores mais efetiva e visam facilitar e tornar mais eficaz o controlo dos órgãos de administração pelo mercado. Apesar dos códigos de bom governo sejam, por regra, direcionados para as sociedades cotadas, os seus fomentadores consideram desejável a sua adoção, nomeadamente dos seus princípios, pelas sociedades não cotadas e até pelas sociedades públicas, tendo em vista a propagação de boas práticas de governo das sociedades. Subjacente ao movimento acima referido esteve o entendimento de que as normas de natureza voluntária, em contraste com as normas de natureza vinculativas (cumpridas geralmente na sua letra e não no seu espírito e que dificilmente impedem a intencionalidade de gerir mal), dirigidas ao comportamento ético dos atores da vida das sociedades cotadas, apresentam maiores virtualidades para restaurar a confiança dos mercados (Silva *et al.*, 2006). Além disso, os códigos são sempre apresentados como complementos das fontes legislativas (nomeadamente do direito das sociedades e dos valores mobiliários) e a flexibilidade resultante da sua livre adoção e divulgação ou da explicação dos motivos da sua não adoção (princípio “comply or explain”), permitindo uma constante autorregulação, facilita o tratamento das questões cada vez mais complexas do governo das sociedades (Silva *et al.*, 2006). Assumindo que nem toda a atividade das sociedades deve ser regulada por lei, os códigos e as recomendações de boas práticas de governo das sociedades, segundo Câmara (2002), desempenham as seguintes funções gerais:

- Conduzem a um reforço informativo em áreas não cobertas por deveres de informação de fonte legal ou regulamentar;
- Cumprem uma finalidade preventiva de irregularidades e ilícitos na direção e no controlo das sociedades, constituindo-se numa forma de divulgação de boas práticas;
- Disseminam uma cultura de mercado;
- São testes de possíveis futuras normas injuntivas;
- Servem de elementos de interpretação de leis, densificando conceitos indeterminados ou normas legais, designadamente sobre a conduta dos atores societários;
- Funcionam como instrumentos de integração de lacunas;
- Servem de fonte de usos no caso de gerarem uma aplicação persistente e contínua (criação de padrões).

Apresenta-se no apêndice I uma listagem cronológica de códigos, recomendações e algumas normas dos países membros da UE, da OCDE e dos EUA. Indo ao encontro do âmbito deste trabalho, julga-se importante apresentar no apêndice II uma análise

comparativa de alguns dos documentos importantes e vigentes no âmbito do governo das sociedades em Portugal e Espanha.

Resultando de contextos particulares e diferenças culturais e socioeconómicas de cada país, os códigos e recomendações apresentam diferenças entre si. No entanto, tem sido objeto de discussão um princípio geralmente designado na literatura como “one size fits all”, onde as regras ou recomendações em matéria de governo das sociedades devem ser observadas por todas as empresas, especialmente as empresas cotadas. Segundo Silva (2009), após analisados os códigos em vigor à data dos 30 países⁶⁷ integrantes da OCDE, 18 desses países seguiam o princípio “one size fits all”. Apesar dos países que não cumpriam este princípio serem em menor número, entre eles constava Portugal e alguns dos principais mercados bolsitas mundiais, como é o caso dos EUA, Reino Unido e França. Silva (2009) sugere, em geral, poder não ser uma solução ótima para todas as empresas que recomendações de governo societário sobre a dimensão do órgão de administração sigam uma lógica de “one size fits all”, assim como o estabelecimento de um requisito mínimo de independência do conselho de administração. A respeito, Silva *et al.* (2006) refere que cada sociedade deve poder escolher as práticas que considera mais adequadas, dentro dos limites legais, dependendo das suas características ou do seu contexto (liquidez, contexto económico, legal e institucional, dimensão, etc.).

Contrastando com o carácter de adoção voluntária dos códigos e recomendações de boas práticas de governo das sociedades, salienta-se a resposta do poder político aos escândalos financeiros já citados, envolvendo grandes empresas dos EUA, com a promulgação, com força de lei, pelo presidente dos EUA, em 30 de julho de 2002, do “Sarbanes-Oxly Act”⁶⁸, formalmente intitulado “Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002”, sobre o qual mais à frente se procederá a uma análise.

1.3.5.1 – Princípio de “Comply or Explain”

A flexibilidade é um conceito base deste princípio de “Comply or Explain” (Cumprir ou Explicar). O princípio baseia-se no facto de não existir obrigação legal das sociedades cumprirem as disposições expostas nos códigos de governo das sociedades,

⁶⁷ Os 30 países da OCDE: Alemanha, Dinamarca, Eslováquia, Espanha, Finlândia, Grécia, Hungria, Islândia, Itália, Luxemburgo, Noruega, Polónia, República Checa, México, Nova Zelândia, Japão, Turquia, Suécia, Canadá, Austrália, Áustria, Bélgica, Coreia do Sul, EUA, França, Holanda, Irlanda, Reino Unido, Suíça e Portugal. Atualmente a OCDE tem 34 membros: os referidos anteriormente mais a Eslovénia, o Chile, a Estónia e Israel.

⁶⁸ A lei é conhecida pelo nome dos congressistas que a promoveram: Paul Sarbanes do Senado e Michael Oxley da Câmara dos Representantes.

devendo, no entanto, explicar a razão por que não o fazem. A Comissão Europeia adotou formalmente este princípio para ser aplicado em todos os estados membros da UE em 2009, constituindo-se uma obrigação para todas as empresas cotadas. O princípio permite às empresas adaptar as suas práticas de governo das sociedades à sua situação específica, tendo em consideração a dimensão, a composição acionista e especificidades sectoriais, tornando ao mesmo tempo as empresas mais responsáveis, incentivando-as a questionar se as suas práticas neste domínio são as mais apropriadas e com isso proporcionando-lhes um objetivo a alcançar. É convicção da empresa “RiskMetrics Group”, após conclusões retiradas do estudo⁶⁹ que levou a cabo e terminou em setembro de 2009, a pedido da Comissão Europeia, que a abordagem “Comply or Explain” goza de ampla aceitação por parte das empresas, assim como da comunidade de investidores institucionais, sofrendo contudo, de algumas deficiências na prática da sua implementação que podem ser debeladas, devendo ser uma abordagem a ser reforçada e não abandonada. Em 2011 a Comissão Europeia lançou um debate sobre o futuro do “Comply or Explain” através do Livro Verde – o quadro da UE do governo das sociedades, referindo que é importante inculcar uma cultura de responsabilidade dentro das empresas cotadas, pois apesar da flexibilidade oferecer uma grande oportunidade para ter em consideração o contexto específico do negócio, os diretores devem demonstrar a sua conformidade com os princípios gerais dos códigos, sob pena do “Comply or Explain” se constituir numa rota muito pouco credível e não ser mais aceite pela sociedade em geral. A qualidade da explicação é o fator principal do “Comply or Explain”. Contudo, a definição dos requisitos de “qualidade” não é um exercício simples, pois questionar e pensar sobre a natureza e a relevância das explicações é extremamente importante. Além disso, deverá pressupor-se a adoção por parte da empresa de três comportamentos distintos: i) referir qual a inobservância; ii) descrever a solução alternativa e iii) explicar as razões pelas quais a solução alternativa escolhida pela empresa é melhor do que a solução constante do código.

Desde o seu início os códigos de governança corporativa têm oferecido um dilema para os conselhos de administração das empresas: a responsabilidade da escolha. Escolher com responsabilidade e eficazmente, de modo a atender melhor os desafios de cada empresa, promovendo o diálogo entre administradores e proprietários, e não apenas seguir

⁶⁹ “Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States” contrato NO.ETD/2008/IM/F2/126 da Comissão Europeia realizado pela empresa RiskMetrics Group e pelas empresas subcontratadas BusinessEurope, ecoDa e Landwell and Associés.

as disposições de um código, faz parte do caminho da empresa. É necessário não esquecer que o governo das sociedades não é um fim em si mas um meio para um fim.

1.3.5.2 – “Sarbanes-Oxly Act”

Com o intuito de restaurar a confiança pública na credibilidade dos relatórios financeiros, o Senado dos EUA e a Câmara dos Representantes aprovaram, respetivamente por 99-0 e 423-3 votos, a lei intitulada “Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002”, mais conhecida por “Sarbanes-Oxley Act of 2002”, que o presidente George W. Bush promulgou em 30 de julho de 2002. Esta lei impõe as alterações mais drásticas e profundas à legislação mercantil, desde as respostas dadas à crise financeira de 1929 (Oliveira *et al.*, 2004). A lei é composta por 11 capítulos⁷⁰ e 66 secções⁷¹ e apresenta os seguintes aspetos principais:

- Criação do “Public Company Accounting Oversight Board” (PCAOB) – organismo de supervisão das empresas de auditoria contabilística e financeira. Dirigido por cinco personalidades independentes em dedicação exclusiva, supervisionadas e nomeadas por um período de cinco anos pela “Securities and Exchange Commission” (SEC). O PCAOB provido pela lei de poder de fiscalização, inspeção e autoridade de normalização, põe fim a mais de 100 anos de autorregulação da profissão de auditor. O exercício da atividade de auditoria ou revisão de contas tem como condição o registo neste organismo das empresas de auditoria;

- Reforça as comissões de auditoria e o governo das sociedades – requer as comissões de auditoria obrigatórias, independentes da gestão, para todas as empresas cotadas. A comissão de auditoria independente é diretamente responsável pela nomeação, remuneração e supervisão do auditor externo. Exige a inclusão de pelo menos um “especialista financeiro” na comissão de auditoria e a sua divulgação;

- Promove o reforço de uma maior transparência na prestação de contas e na proteção dos investidores – é requerido que as empresas auditoras, pela primeira vez, divulguem informações específicas sobre as suas operações, incluindo uma lista do seu pessoal qualificado, os nomes dos clientes, honorários e procedimentos internos de controlo de qualidade. O CEO e o CFO necessitam certificar os relatórios financeiros,

⁷⁰ Os capítulos são: “1- Public company accounting oversight board; 2- Auditor independence; 3- Corporate responsibility; 4- Enhanced financial disclosures; 5- Analyst conflicts of interest; 6- Commission resources and authority; 7- Studies and reports; 8- Corporate and criminal fraud accountability; 9- White collar crime penalty enhancements; 10- Corporate tax returns; 11- Corporate fraud accountability”.

⁷¹ Ver Anexo II.

ficando expressamente proibido aos dirigentes e diretores agirem de forma fraudulenta e enganosa quando prestam informação aos auditores. É estabelecida proteção para os empregados que denunciem irregularidades contabilísticas, de auditoria e de controlo interno das suas empresas. Obriga as empresas a estabelecerem provisões para fazer face a reformulações financeiras necessárias. Segundo a secção 404, os auditores independentes devem certificar o relatório da administração, avaliando a eficiência dos controlos internos sobre a execução dos relatórios financeiros. É acrescida a obrigação de divulgação pública da informação relevante: alterações da composição dos acionistas, regulação das regalias dos executivos (principalmente as stock options), operações com ações das empresas por parte dos executivos e dos acionistas principais, publicação dos relatórios das firmas de auditoria, publicação dos relatórios de inspeção às empresas de auditoria pelo PCAOB e das sanções por si aplicadas. O programa “Fair Funds” é criado na “Securities and Exchange Commission”, no sentido de aumentar os fundos disponíveis para compensar as vítimas de fraude de títulos;

- A independência do auditor é valorizada, constituindo uma das preocupações centrais desta lei – as empresas de auditoria estão proibidas de prestarem serviços de consultadoria ou assessoria às empresas que auditam, de modo a impedir conflitos de interesses, e a liderança da auditoria tem que ser substituída de 5 em 5 anos, em vez de cada 7 anos. A comissão de auditoria tem de pré-aprovar todos os serviços propostos pelo auditor, sejam eles de auditoria ou não. De acordo com a secção 202, os auditores são obrigados a informar a comissão de auditoria, antes da emissão do parecer da auditoria, sobre temas como práticas e políticas contabilísticas adotadas, tratamentos contabilísticos alternativos discutidos com os gestores, relatórios e carta de recomendações, informação sobre o serviço de auditoria e outros complementares e respetivos honorários a cobrar.

Desde a sua publicação, esta lei sofreu algumas pequenas alterações, provenientes dos seguintes diplomas: i) housing and economic recovery act of 2008⁷² (HERA); ii) Dodd-Frank act of 2010⁷³; iii) JOBS act of 2012⁷⁴.

Vakkur *et al.* (2010) sugerem que esta lei veio influenciar a perceção dos CEO's, no sentido de reduzirem o valor das suas empresas. Cientes das regras inflexíveis e das

⁷² Criado para enfrentar a crise do subprime de 2008, permitindo à “Federal House Administration” (FHA) garantir até 300 biliões de dólares em novas hipotecas de 30 anos a taxa fixa.

⁷³ Conjunto de regulamentos federais que afetam principalmente as instituições financeiras e seus clientes, aprovado pela administração Obama em 2010, para prevenir eventos que causaram a crise de 2008.

⁷⁴ Aprovado em Abril de 2012 pelo Presidente Obama, o “JOBS act” (Jumpstart Our Business Startups) de apoio ao empreendedorismo e ao crescimento de pequenas empresas, simplificando os regulamentos federais é projetado para encorajar pequenas empresas e o financiamento de arranque permitindo que indivíduos se tornem investidores.

implicações criminais que daí advêm, caso não sejam cumpridas, os CEO's são incentivados a tomarem um papel menos importante no que diz respeito à tomada de deliberações políticas importantes sobre o Governo das sociedades.

1.4 – Sistemas ou modelos de governo das sociedades

A existência de um quadro conceptual específico em cada país constitui-se referência para a definição de um sistema de governabilidade empresarial diferenciado, em que os fatores culturais moldam os padrões de referência das partes interessadas e influenciam a tomada de decisões (Rodrigues, 2009). São sistemas complexos enraizados na articulação dinâmica da economia, nos contextos políticos, culturais e regulamentares de cada país que, segundo Joly e Moingeon (2001), referidos por Rodrigues (2009), apresentam vantagens e desvantagens não sendo nenhum sistema superior a qualquer outro. Como tal, refletem as características económicas, históricas, legais e culturais de cada país, sendo influenciados pela estrutura do capital e pelo desempenho dos mercados financeiros (Esperança *et al.*, 2011). A literatura propõe-nos várias tipologias para descrever os sistemas de governo das sociedades que segundo Rodrigues (2009) podem-se agregar, aproximando-se das propostas por Butler (2004), da seguinte maneira:

- Um modelo característico dos países anglo-saxónicos, orientado para o mercado financeiro, aberto ou liberal – modelo externo ou de controlo pelo mercado;
- Um modelo subdividido por alguns territórios dependendo das suas características (países germânicos, países latinos e Japão), orientado para os bancos, continental⁷⁵, reticular⁷⁶ – modelo interno ou baseado nas relações;
- Modelos com base nas famílias, no Estado e num misto de família/Estado.

Seguindo esta linha, podemos considerar a um nível macro três sistemas principais de governo das sociedades: sistema liberal ou anglo-saxónico, sistemas continentais ou reticulares e sistema familiar.

⁷⁵ Assim referido porque a maioria dos países que o aplicam pertencem à Europa Continental.

⁷⁶ Segundo Perez (2004), um sistema reticular tem por base a rede de relações sociais resultantes da atividade económica na comunidade.

Quadro 4

Características dos principais tipos de sistemas de Governo das sociedades

	Sistema liberal: base dispersa de numerosos acionistas; separação acentuada entre propriedade e gestão da empresa; fraco envolvimento de participações cruzadas entre empresas.	Sistemas continentais – reticulares: pequena base concentrada de acionistas; relações estreitas entre os proprietários e a gestão; sistema de participações cruzadas relativamente complexo.			Sistemas familiares
	Anglo-saxónico	Germânico	Latino	Japonês	
Países ⁷⁷	EUA, Reino Unido, Canadá, Austrália, Irlanda.	Alemanha, Holanda, Suíça, Suécia, Áustria, Dinamarca, Noruega, Finlândia.	França, Itália, Espanha, Portugal.	Japão.	Arábia Saudita, México, China, Coreias, Indonésia.
Conceito de empresa	Instrumental.	Institucional.	Institucional.	Institucional.	Instrumental.
Finalidade da empresa	Maximização do valor para o acionista.	Respeito pelo interesse social derivado de interesses múltiplos.			
Organização ⁷⁸ do conselho de administração	Monista. Gestores externos à empresa; diretores do quadro.	Dualista (conselho de supervisão e conselho de gestão). Gestores externos à empresa; banqueiros; sindicatos.	Opcional, geralmente monista.	Monista. Diretores da empresa; banqueiros; membros do Keiretsu ⁷⁹ .	
Constituintes de referência	Acionistas.	Bancos universais (Alemanha), empregados, grupos oligárquicos.	Holdings financeiras, governos, famílias, grupos oligárquicos.	Bancos principais, outras instituições financeiras, empregados, grupos oligárquicos.	Família.
Importância do mercado de capitais na economia nacional	Elevada.	Moderada / Elevada.	Moderada.	Elevada.	
Mercado externo para controlo das empresas ativo e dinâmico	Sim. Exercício de poder através de procurações.	Não. É necessária aprovação do banco líder ou de 75% dos acionistas.	Não.	Não. Aquisições hostis bloqueadas através de participações cruzadas.	Não.
Política de comunicação	Transparência completa.	Informação privada.			
Concentração da propriedade	Baixa. Bancos não detêm participações diretas.	Moderada / Elevada. Um banco líder; sem	Elevada.	Moderada / Elevada. Um banco	Elevada.

⁷⁷ Os países indicados foram colocados no sistema que parece ser o dominante.

⁷⁸ Aspeto importante e diferenciador dos sistemas de governo das sociedades que será explicitado mais à frente.

⁷⁹ O “Keiretsu” é um conceito japonês, baseado na constituição de um grupo empresarial ou família de empresas interligadas, que formam uma aliança muito forte, como forma de trabalho para atingir o sucesso mútuo.

		restrições à participação no capital.		principal, limitado ao máximo de 5% do capital da empresa.	
Formação de recursos humanos	Mínima.	Importante. Cooperação entre empresas, empregados e Estado.		Importante. Cooperação entre empresas, empregados e Estado.	
Relação e Sensibilidade da remuneração dos gestores ao desempenho	Elevada.	Baixa.	Moderada.	Baixa.	
Horizonte temporal da relação	Curto prazo.	Longo prazo.			
Outras características	Convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas que exerce efeito disciplinador sobre os gestores profissionais (ameaça de takeover). No sistema de remuneração dos gestores a componente variável é a principal. Ampla divulgação de informação ao mercado de capitais e na auditoria externa dessa informação.	O controlo dos gestores pelos acionistas é um elemento fundamental do modelo. A gestão é controlada internamente pelos principais acionistas que tomam as principais decisões estratégicas. O mercado de controlo de empresas não tem um papel relevante pois na Europa Continental são raras as ofertas públicas de aquisição, encontrando-se implementados, em muitos casos, mecanismos de defesa anti ofertas públicas de aquisição, não se constituindo, por isso, como ameaça credível às equipas de gestão. A remuneração fixa, tradicionalmente, é a maior parte da remuneração total dos gestores, refletindo a necessidade de aproximação e de alinhar os interesses entre os gestores e os acionistas.			

Fonte: Adaptado de Rodrigues (2009:122)

Um dos aspetos diferenciadores mais importante dos sistemas de governo das sociedades diz respeito à estrutura dos órgãos de administração, a qual se passará a explicitar utilizando o exemplo do normativo Português, que na sua base reflete a generalidade da estruturação dos órgãos de administração das sociedades cotadas. Câmara (2008) utiliza a expressão “modelos de governo” para designar aquilo que são fórmulas matriciais de organização da administração e fiscalização de sociedades anónimas, em que o desenho legislativo de cada modelo compreende o elenco, a composição e as competências dos órgãos sociais e a posição jurídica dos seus membros. Desde a sua profunda revisão de 2006, o Código das Sociedades Comerciais passa a admitir, por força do seu artigo 278, modalidades distintas de estruturação da administração e fiscalização de

uma sociedade⁸⁰, permitindo em qualquer momento a alteração do contrato para a adoção de uma estrutura diferente, escolhida entre as seguintes três obrigatórias:

- Conselho de administração e conselho fiscal (modelo monista/latino);
- Conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria e revisor oficial de contas (modelo monista de matriz anglo-saxónica);
- Conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas (modelo dualista⁸¹).

Nos dois primeiros modelos (monista/latino e monista de matriz anglo-saxónica) é da competência do conselho de administração a gestão das atividades da sociedade, sem prejuízo da delegação de competências numa comissão executiva⁸², estando subordinado às decisões da assembleia geral ou do órgão de fiscalização nos casos em que a lei ou os estatutos da sociedade o determinem. No primeiro caso, um conselho de administração, um conselho fiscal e um revisor oficial de contas exercem a administração e fiscalização da sociedade, sendo que o conselho de administração pode delegar a gestão corrente numa comissão executiva ou em administradores delegados. No segundo modelo, a fiscalização da sociedade compete à comissão de auditoria e ao revisor oficial de contas sendo a administração da competência do conselho de administração que incorpora a comissão de auditoria. No modelo dualista compete ao conselho de administração executivo a gestão da sociedade, sem prejuízo de os estatutos poderem estabelecer que deve obter a prévia anuência do conselho geral e de supervisão para exercer determinados atos decisórios de gestão. A fiscalização no âmbito da informação financeira, das práticas contabilísticas, da revisão oficial de contas e da auditoria, bem como do controlo interno e da gestão do risco, é obrigatoriamente responsabilidade de uma comissão para as matérias financeiras, criada para o efeito no seio do conselho geral e de supervisão, sujeita a requisitos especiais de independência e conhecimentos específicos da temática. Uma particularidade deste modelo passa pela possibilidade dos membros do conselho de administração executivo serem eleitos pelo conselho geral e de supervisão e não pela assembleia geral, como sucede nos outros modelos⁸³.

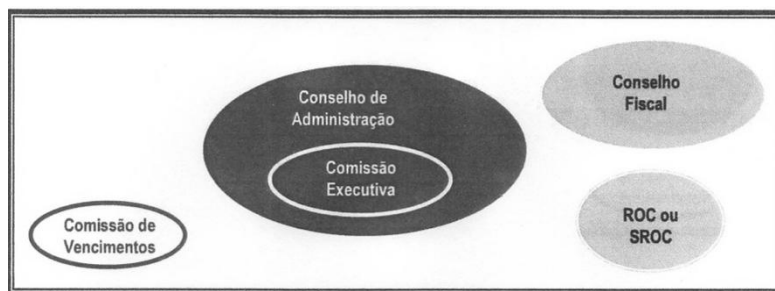
⁸⁰ Desde 2006 as sociedades cotadas e as de grande dimensão passaram a ser obrigadas a adotar modelos reforçados, contemplando exigências acrescidas nas competências, independência e especialização do órgão de fiscalização, tal como resulta do disposto no artigo 413 do Código das Sociedades Comerciais.

⁸¹ Alguma literatura refere este modelo como o modelo Germânico.

⁸² Possibilidade conferida expressamente pelo artigo 407, n.ºs 3 a 8 do Código das Sociedades Comerciais.

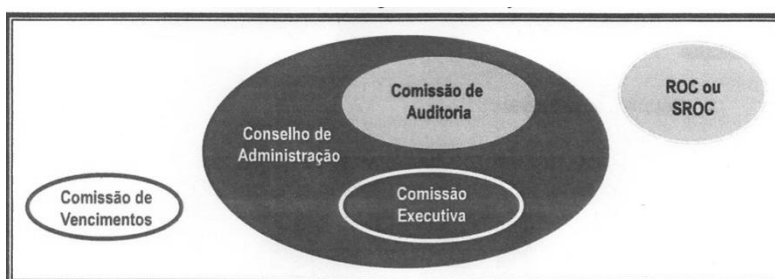
⁸³ Segundo o mais recente relatório anual emitido sobre o governo das sociedades cotadas pela CMVM, que diz respeito a 2012, em Portugal 72% das 43 sociedades cotadas analisadas utiliza o modelo monista/latino e apenas 1 optou pelo modelo dualista. No entanto, quando ponderado pela capitalização bolsista, o modelo monista de matriz anglo-saxónico representa 45,3% do total da capitalização bolsista das sociedades

Apresenta-se de seguida três figuras ilustrativas dos vários modelos e dos componentes que os integram ou podem integrar:



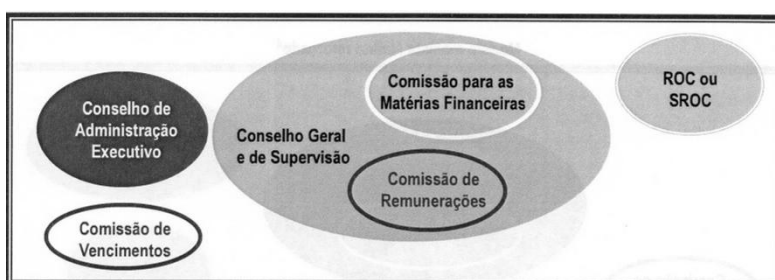
Fonte: Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance – Boas práticas dos órgãos de administração das sociedades cotadas (2011:5).

Figura 5 – Modelo monista/latino reforçado



Fonte: Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance – Boas práticas dos órgãos de administração das sociedades cotadas (2011:5).

Figura 6 – Modelo monista de matriz anglo-saxónica reforçado



Fonte: Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance – Boas práticas dos órgãos de administração das sociedades cotadas (2011:6).

Figura 7 – Modelo dualista reforçado

analisadas, o que revela que, embora adotado em menos sociedades, o modelo monista de matriz anglo-saxónico é adotado em sociedades de maior dimensão. Entre as sociedades do modelo monista/latino predomina a opção de constituição de uma Comissão Executiva (20 em 31 sociedades), aproximando-as por esta via das que optaram pelo modelo anglo-saxónico.

Compete aqui fazer um ponto de situação em relação ao espectro espanhol, apesar da literatura na sua maioria situar as sociedades cotadas espanholas no modelo monista/latino e os relatórios anuais da CNMV não especificarem a distribuição por modelos, como fazem os relatórios da CMVM, a existência da obrigatoriedade da constituição de uma comissão de auditoria⁸⁴ conforme disposto na “Ley del Mercado de Valores”, revela uma aproximação ao modelo monista de matriz anglo-saxónica. Já a CMVM, no seu relatório sobre o governo das sociedades de 2012, refere que entre as sociedades cotadas do modelo monista/latino predomina a opção de constituição de uma comissão executiva, 20 em 31 sociedades, revelando uma aproximação às sociedades que optaram pelo modelo monista de matriz anglo-saxónica.

1.5 – Governo das sociedades e performance

O termo performance é um conceito ambíguo e complexo, que referindo-se simultaneamente à ação, ao resultado da ação e ao sucesso desse resultado quando comparado com um padrão, depende dos recursos utilizados e consequentemente da combinação obtida com esses recursos (Rodrigues, 2009). A ambiguidade e a complexidade advêm da dificuldade de se definir performance e pelo facto dos seus indicadores⁸⁵ serem, por vezes, contraditórios (Lebas e Euske, 2002). Apesar da frequência de uso da palavra performance, raramente o seu significado preciso é explicitamente definido pelos autores, ainda que o foco principal do artigo ou livro seja a performance (Lebas e Euske, 2002). Entendido como um conceito relativo e dinâmico, que requer capacidade crítica e interpretação e onde coexistem múltiplas dimensões, para Lebas e

⁸⁴ A “Ley 44/2002” vem acrescentar pelo seu artigo 47 a “disposición adicional decimioctava” à “Ley del Mercado de Valores” que vem tornar com carácter obrigatório para as sociedades cotadas a constituição de uma comissão de auditoria em que os seus membros sejam na sua maioria administradores não executivos, que assumam a supervisão da função de auditoria interna e conheça o processo de informação financeira e os sistemas de controlo interno. O número de membros, as competências e as normas de funcionamento da comissão são fixados pelos estatutos que deverá favorecer a independência no seu funcionamento. A comissão de auditoria tem as seguintes funções como mínimas: 1- informar a assembleia geral de acionistas sobre questões levantadas pelos acionistas em assuntos da sua competência; 2- elaboração da proposta ao conselho de administração, para apresentação em assembleia geral de acionistas, da nomeação de auditores externos; 3- supervisão dos serviços de auditoria interna; 4- conhecimento do processo de informação financeira e dos sistemas de controlo interno da sociedade; 5- estabelecer relações com os auditores externos, no sentido de receber informações sobre quaisquer questões que possam comprometer a sua independência e quaisquer outras relacionadas com o processo de desenvolvimento da auditoria das contas, bem como outras comunicações previstas na legislação sobre auditoria e normas técnicas de auditoria.

⁸⁵ O termo “indicador” é utilizado de forma intencional em substituição do termo “medida”. A medida muitas vezes tem implícito precisão sendo em geral bem definida e o seu valor numérico, em situações similares, deverá ser o mesmo. Um indicador, em geral, é modelado para um fim específico, fornecendo assim informação mais pertinente (Lebas e Euske, 2002).

Euske (2002) a performance é a soma de todos os processos que levam os gestores a tomar ações apropriadas no presente, as quais irão criar uma organização eficaz e eficiente no futuro. Cada empresa ou organização terá de definir de forma única os conceitos que aplica à sua situação específica, criando um modelo⁸⁶ e selecionando os indicadores que o melhor descrevem, monitorizando constantemente o seu status. Segundo Rodrigues (2009), referindo-se a Drucker (1999), acerca do significado de performance para uma organização, é necessário aprender e desenvolver novos conceitos com novas medidas (indicadores) e avaliações, e não apenas sob a forma financeira, procurando que a performance reflita os interesses dos respetivos constituintes organizacionais, envolvendo-os com a organização a longo prazo. A construção de um conjunto de indicadores, do ponto de vista metodológico, reforça a ideia de diferentes variáveis a interagirem positiva e negativamente num processo dinâmico que tem como resultado a criação de valor (Rodrigues, 2009). Pelo facto de não existir um critério universal que permita a comparação direta de valores de performance entre organizações, torna a existência de um único sistema de avaliação da performance organizacional difícil pela dificuldade em se definir “o que medir” (Lebas e Euske, 2002). Para Neely *et al.* (2003) a medição da performance pode ser definida como o processo de quantificação da eficiência e eficácia de uma ação, o que implica que o sistema pode ser definido como o conjunto de métricas utilizadas para quantificar a eficiência e/ou a eficácia da ação. Para este autor, medir a performance através de um sistema consiste em interrelacionar três elementos:

- Cada uma das medidas que quantificam a eficiência e a eficácia das ações;
- Um conjunto de medidas que se combinam para avaliar a performance de uma organização como um todo;
- A infraestrutura de apoio que permite que os dados sejam adquiridos, coletados, ordenados, analisados, interpretados e divulgados.

Diferentes sistemas foram então criados ao longo dos últimos anos, de que são exemplos: a pirâmide do desempenho (SMART), Cross e Lynch (1991); o balanced scorecard, Kaplan e Norton (1992); o skandia navigator, Edvinsson e Malone (1997); o prisma do desempenho, Neely *et al.* (2001); o balance IT scorecard, Abran e Buglione (2003); o advance information services BSC, Abran e Buglione (2003). Segundo Neely *et al.* (2005), nenhum dos sistemas implementados até agora têm tido sucesso na sua

⁸⁶ Um dos modelos genéricos possíveis, indicado por Lebas e Euske (2002), é o “three-stage causal model” que consiste em: 1- resultados (outcomes); 2- processos (processes); 3- fundações (foundations). Na opinião dos autores o próprio processo de definição dos três componentes do modelo é um passo essencial na criação de performance.

totalidade, consequência das dificuldades encontradas ao nível da conceção e implementação dos sistemas e da escolha dos indicadores de performance. A utilização equilibrada de medidas financeiras e de medidas não financeiras é um ponto comum nestes sistemas o que reflete a importância atribuída ao conjunto das partes interessadas. Segundo Rodrigues (2009), a noção de performance empresarial teve alterações ao longo dos últimos vinte anos, acompanhando a evolução das perspetivas da governabilidade empresarial, assistindo-se a uma crescente contestação à abordagem tradicional que tem a sua base no princípio da avaliação do valor criado para o acionista. Os estudos realizados neste período, dos quais se analisa e apresenta alguns recentes no apêndice III, abordando a problemática da relação entre o Governo das sociedades e a performance, não conseguiram ainda ser conclusivos sobre a existência inequívoca de uma relação positiva entre o bom governo da sociedade e a sua performance (Shleifer e Vishny, 1997), (Baghat e Bolton, 2007). Ainda assim, é convicção de muitos autores que boas práticas de governo surtem um efeito positivo na performance da sociedade, defendendo que é necessário alterar a forma como se testa esta relação, procurando dinâmicas entre novos indicadores capazes de qualificar a complexidade e subjetividade que a relação de governo das sociedades e performance encerra (Bhagat e Bolton, 2007), (Daines *et al.*, 2010).

CAPÍTULO II – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

2.1 – Problema, objetivos da investigação e estratégia de pesquisa

Problema comum à maioria das grandes sociedades, nas quais existe separação entre a propriedade e gestão, o problema da relação de agência, que deriva da assimetria da informação entre os agentes do controlo e da propriedade da empresa, conjugado com a falta de alinhamento de interesses de ambos, tem nos últimos anos promovido um debate acerca da eficiência dos mecanismos de governo das sociedades, no qual a atividade do conselho de administração se apresenta como importante na procura de soluções para o problema. A teoria da agência sugere que as empresas devem estruturar melhor os contratos de compensações dos gestores para melhor alinhar os seus interesses com os accionistas. Como se pode verificar anteriormente, vários países do mundo emitiram directrizes sobre o governo das sociedades que, entre outras, incluem recomendações respeitantes à composição, estrutura e tamanho dos conselhos de administração. É convicção generalizada dos países emissores de códigos de governo das sociedades, contendo recomendações sobre o conselho de administração, que a sua fiscalização e supervisão, conjugados com a interpretação dos resultados obtidos dos vários estudos para melhor compreender o seu funcionamento e explicar a sua incidência na performance, resultarão num melhor governo das sociedades.

A maioria dos estudos que se debruçam sobre esta temática, assume que o governo das sociedades varia de acordo com a estrutura de propriedade da empresa. De um lado temos a propriedade dispersa entre pequenos acionistas, onde o controlo está concentrado nas mãos de gestores, do outro as empresas com propriedade concentrada em grandes investidores, onde os gestores atuam de acordo com as diretivas do acionista controlador.

A abordagem deste trabalho vai no sentido de investigar o impacto entre a estrutura de propriedade e características do conselho de administração, no âmbito do governo das sociedades na performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha. Especificamente os objetivos são:

- analisar e verificar se existe uma relação relevante entre a estrutura de propriedade e características do conselho de administração, no âmbito do governo das sociedades na performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha;

- no caso de existência da relação relevante, analisar e verificar qual o sentido dessa relação (positiva ou negativa) na performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha.

A estratégia de pesquisa segue uma abordagem genérica positivista de natureza correlacional / explicativa, seguindo um modelo de regressão linear múltipla, no sentido da avaliação da significância do impacto das várias características do governo das sociedades sobre a performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha. A operacionalização é feita através da consideração e/ou construção de variáveis independentes, dependentes e de controlo, tendo por base a revisão da literatura e definindo como dependentes as variáveis associadas à performance e como independentes as variáveis associadas às características do governo das sociedades.

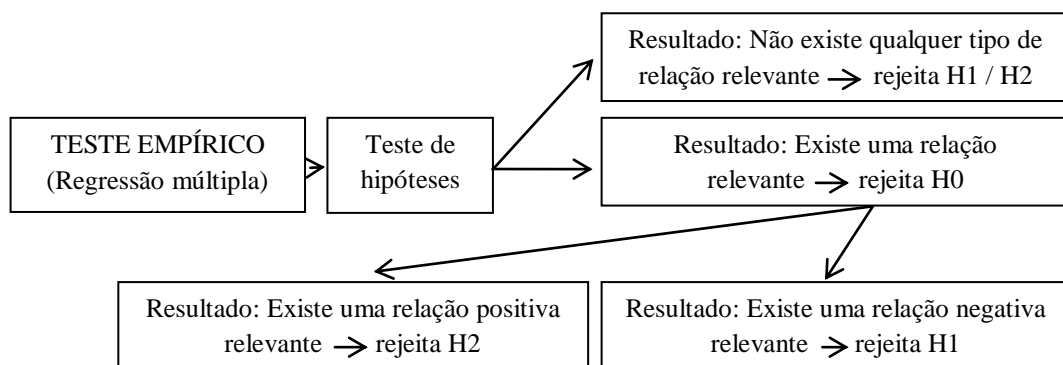
2.2 – Definição das hipóteses

As hipóteses propostas para esta investigação são:

H0 – Não existe qualquer tipo de relação relevante entre as variáveis consideradas neste estudo de estrutura de propriedade e características do conselho de administração, no âmbito do governo das sociedades, e as variáveis consideradas de performance das empresas.

H1 – Existe uma relação positiva relevante entre as variáveis consideradas neste estudo de estrutura de propriedade e características do conselho de administração, no âmbito do governo das sociedades, e as variáveis consideradas de performance das empresas.

H2 – Existe uma relação negativa relevante entre as variáveis consideradas neste estudo de estrutura de propriedade e características do conselho de administração, no âmbito do governo das sociedades, e as variáveis consideradas de performance das empresas.



Fonte: Elaboração própria

Figura 8 – Modelo esquemático do teste de hipóteses

2.3 – O universo estatístico e a amostra

O universo estatístico da investigação é as sociedades portuguesas cotadas em bolsa no mercado de cotações oficiais da Euronext Lisboa que constituem o índice PSI Geral e as sociedades espanholas cotadas em bolsa no mercado de cotações oficiais da BME (Bolsas y Mercados Españoles) que constituem índice IBEX 35.

Os dados utilizados são de natureza secundária e foram recolhidos através de análise de conteúdo dos relatórios anuais de contas e governo societário das empresas; as cotações foram recolhidas no sistema de difusão de informação nos *sites* da Bolsa de Lisboa, Bolsa de Madrid, CMVM e CNMV para os exercícios dos anos de 2010, 2011, 2012 e 2013. Recorreu-se ainda ao *site* do Banco Central Europeu para recolher o valor do câmbio USD/EUR com referência ao último dia de cada ano, uma vez que alguns relatórios anuais de contas foram expressos em dólares.

À semelhança do estudo realizado por Bauer *et al.* (2008), não estão incluídos os bancos e as seguradoras. A razão de exclusão deste tipo de sociedades reside no facto de os bancos e seguradoras estarem sujeitos a normas específicas de contabilidade e a apresentação da informação financeira ser específica para os respectivos sectores. Excluí-se ainda as sociedades desportivas, dado que estas têm um exercício económico diferente, não correspondendo ao ano civil e, além disso, a especificidade da actividade torna-as muito diferentes em termos de governo societário.

Ao ficar definido o universo estatístico de partida foi necessário definir e aplicar critérios de seleção, em função dos dados observados no período estabelecido para a investigação:

- Disponibilidade de informação contabilística e de governo societário para a totalidade do período considerado (2010-2013);
- Empresas que apresentem capitais próprios positivos⁸⁷.

Decorrente destes critérios e do explanado anteriormente, a tabela 1 sintetiza a dimensão da amostra:

⁸⁷ Os modelos a utilizar não prevêm a falência técnica. Para a inclusão deste tipo de situação seria necessário proceder à adaptação dos modelos (Ferreira, 2008), o que extravasa o âmbito desta investigação.

Tabela 1
Dimensão da amostra

	2010-2013			
	PT	ES	TOTAL	Obs (n)
População	51	35	86	-
Selecionadas para a amostra				
Número de empresas	36	25	61	244
% do total da população	70,5%	71,5%	71%	-
Não selecionadas para a amostra				
Número de empresas	15	10	25	-
% do total da população	29,5%	28,5%	29%	-

Fonte: Elaboração própria

No apêndice IV apresenta-se as empresas excluídas da amostra e quais os motivos de exclusão.

Para as regressões os dados foram dispostos em painel.

2.4 – Variáveis do estudo

Aquando da seleção das variáveis apropriadas para medir a performance, que neste estudo são as variáveis dependentes, notou-se que a literatura apresenta várias soluções e que é universalmente reconhecido que nenhuma medida por si só é a ideal. Assim, seguiu-se uma aproximação usando medidas baseadas em dados contabilísticos (ROA e ROE), em dados de mercado (LNMKTCAP) e híbridas (TOBIN's Q). A par das variáveis dependentes, esta investigação desenvolveu-se com a utilização de oito variáveis independentes (quatro relativas à estrutura de propriedade, três relativas à estrutura do conselho de administração e uma relativa à política remuneratória, mais concretamente à média da remuneração variável dos administradores executivos) e três variáveis de controlo. O quadro 5 apresenta as variáveis consideradas neste estudo:

Quadro 5
Variáveis do estudo

Variáveis do estudo		Descrição		Autores de referência
Dependente – performance	ROA ⁸⁸ (return on assets)	Rendibilidade do ativo	resultado operacional (EBIT) / total do ativo	Valenti, Luce e Mayfield (2011); Chiang (2005)
Dependente – performance	ROE ⁸⁹ (return on equity)	Rendibilidade do capital próprio	Resultado líquido / total do capital próprio	Brandão (2003); Chiang (2005); Valenti, Luce e Mayfield (2011); Mollah, Farooque e Karim (2012)
Dependente – performance	TOBIN's Q ⁹⁰ (relação entre valor de mercado e valor de reposição dos ativos)	Aproximação simplificada ao TOBIN's Q - Chung e Pruitt (1994)	$\frac{\text{valor de mercado} + (\text{passivo corrente} - \text{ativo corrente} + \text{passivo não corrente})}{\text{total do ativo}}$	Chung e Pruitt (1994); Vintilă e Gherghina (2012); Kumar e Singh (2012); Mollah, Farooque e Karim (2012)
Dependente – performance	LN MKTCAP (logaritmo natural da capitalização em mercado)	Capitalização em mercado (valor de referência de fecho do ano – 31 de dezembro)	Logaritmo natural de: valor da ação x nº de ações emitidas	Martin e Simin (1999); Mollah, Farooque e Karim (2012);
Independente – Estrutura de propriedade	EST (Estado)	Porcentagem detida pelo Estado	Nº ações detidas pelo estado / total de ações emitidas	Mollah, Farooque e Karim (2012)
Independente – Estrutura de propriedade	AP (acionista principal)	Porcentagem detida pelo principal acionista	Nº ações detidas pelo principal accionista / total de ações emitidas	Nascimento (2009); Castañer e Kavadis (2013)

⁸⁸ Este índice diz-nos quão rentável é a empresa relativamente aos seus ativos totais, ou seja, quão eficiente está a gestão da empresa a utilizar os seus ativos para gerar resultados, permitindo ao investidor compreender a eficiência da transformação do capital investido em lucros. Por exemplo, um ROA de 5% diz-nos que se está a gerar 5 euros (de resultados operacionais) por cada 100 investidos. Ao analisarmos os rácios de rendibilidade do ativo devemos ter em consideração e presente que os gestores das sociedades procuram e têm o seu interesse focado na obtenção do maior resultado possível com um mínimo de ativos (Brandão, 2003) e que, independentemente da sua origem, sejam capitais próprios ou alheios, estes rácios são de avaliação do desempenho dos capitais totais da empresa (Neves, 2007).

⁸⁹ Rácio de grande utilidade para os investidores, permite conhecer a rentabilidade das aplicações dos investidores (Brandão, 2003), medindo a capacidade de a situação líquida da empresa gerar resultado (mede a capacidade da empresa gerar resultados a partir do seu capital próprio). Por exemplo, um ROE de 5% indica-nos que o retorno proporcionado aos acionistas vale 5 euros por cada 100 investidos.

⁹⁰ Desenvolvido por James Tobin, em 1969, o “TOBIN's Q” é calculado dividindo-se o valor de mercado da empresa acrescido das dívidas pelo valor de reposição dos seus ativos. O cálculo do valor de reposição dos ativos, segundo vários autores, constitui uma tarefa complexa na medida em que não existe um mercado eficiente de bens de capital em segunda mão, além de que os bens sofrem depreciação ao longo do tempo. A variável utilizada neste estudo é uma aproximação ao “TOBIN's Q”, desenvolvida por um estudo de Kee Chung e Stephen Pruitt de 1994, em que estes mostram que através de uma fórmula simplificada utilizando dados do balanço contabilístico, conjugados com o valor de mercado da empresa (obtido através da multiplicação do preço da ação pelo número de ações emitidas), conseguem resultados tão consistentes como Lindenberg e Ross (1981) que seguiram o mesmo princípio mas com cálculos mais complexos. Q é um índice de valorização dos capitais totais investidos na empresa. Segundo Blose e Shieh (1997), funciona como um importante indicador de oportunidades de novos investimentos rentáveis; se $q > 1$, num mercado eficiente, a empresa poderá aumentar o seu valor de mercado, realizando investimentos de capital adicionais numa estratégia de maximização do seu valor; se $q < 1$, a empresa deverá desinvestir. Quando $q > 1$, o valor de mercado da empresa excede o seu custo de reposição, indicando presença de retornos acima do custo de oportunidade do capital. Por exemplo, um rácio de 1,45 significa que o valor de mercado do ativo é 45% superior ao seu valor a custo de reposição. O Tobin's Q superior à unidade, como no exemplo, é normalmente um sinal de que os investidores crêem na existência de boas oportunidades de negócio para a empresa, sendo assim natural que o rácio seja maior para empresas com fortes vantagens competitivas (Neves, 2011). Por outro lado, as empresas com um rácio baixo estarão situadas em setores da indústria com uma competitividade agressiva onde é muito mais difícil a criação de valor. Existe uma relação negativa entre valor de Q e o grau de diversificação da empresa, pois quanto mais diversificadas as actividades menor o Q, não sendo bem avaliadas, pelos investidores, holdings com múltiplos negócios.

Independente – Estrutura de propriedade	CA (conselho de administração)	Percentagem detida pelo Conselho de Administração	Nº ações detidas pelo conselho de administração / total de ações emitidas	Nascimento (2009); Chaghadari e Chaleshtori (2011); Kang e Kim (2011)
Independente – Estrutura de propriedade	InvInst (investidores institucionais)	Percentagem detida pelos Investidores Institucionais	Nº ações detidas pelos investidores institucionais / total de ações emitidas	Erkens, Hung e Matos (2012); Mollah, Farooque e Karim (2012)
Independente – Estrutura do CA	PCA/CEO	Variável dummy	Se o presidente do CA for CEO 1 se não 0	Bhagat e Black (2000); Silveira (2002); Cunha (2005); Chiang (2005)
Independente – Estrutura do CA	TAMCA (tamanho do CA)	-	Quadrado do logaritmo natural do número total de elementos do CA	Bhagat e Black (2000); Silveira (2002); Cunha (2005); Chiang (2005); Bozcuk (2011); Kumar e Singh (2012); Mollah, Farooque e Karim (2012)
Independente – Estrutura do CA	IndepCA (independência do CA)	Rácio de independência do CA	(nº membros independentes do CA / total de membros do CA) – (nº de membros executivos do CA / total de membros do CA)	Bhagat e Black (2000); Silveira (2002); Cunha (2005); Bozcuk (2011)
Independente – Política remuneratória	LNRVEXE⁹¹ (logaritmo natural de 1 + média da remuneração variável dos adm executivos)	-	ln (1 + Total da remuneração anual variável / nº total de administradores executivos)	Murphy (1998); Rodrigues e Seabra (2011); Nascimento, Franco e Cherobim (2012)
Controlo	TAM (tamanho da empresa)	Tamanho da empresa considerando o seu ativo	Logaritmo natural do total do ativo	Shan e McIver (2011); Kumar e Singh (2012); Mollah, Farooque e Karim (2012); Vintilã e Gherghina (2012); Reyna, Vásquez e Valdés (2012)
Controlo	DIVIDA (endividamento)	Rácio de endividamento MLP	Dívida de longo prazo / total do ativo	Kumar e Singh (2012);
Controlo	BIG4 (PwC; Deloitte; Ernst & Young; KPMG)	Variável dummy	Se auditado por BIG4 1 se não 0	Bozcuk (2011)

Fonte: Elaboração própria

2.5 – Tratamento dos dados e modelo de investigação

O tratamento dos dados foi realizado com uma ferramenta de análise de dados e estatística, o programa STATA/SE® 12.0, utilizado o modelo de regressão linear múltipla⁹², obtendo os parâmetros estimados através do método dos mínimos quadrados (MMQ⁹³). Este modelo é dado pela seguinte equação:

⁹¹ Utiliza-se a técnica usada por Murphy (1998) no seu estudo “Executive Compensation”, onde o autor acrescentou uma unidade ao valor das variáveis em que aplicou o *ln*. Esta técnica evita o problema de existirem valores 0 de origem aos quais se aplica o *ln*, ou seja, tendo o valor 0 de origem ao somar uma unidade ficamos com o valor 1, que aplicando o *ln* obtemos o valor 0 (tem que se ter este facto em conta aquando da análise dos resultados).

⁹² Este modelo foi utilizado à semelhança de Bhagat e Bolton (2013), Mollah, Farooque e Karim (2012), Bhagat e Black (1999) e Silveira (2002).

⁹³ *Ordinary Least Squares (OLS)* na denominação anglo-saxónica.

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \beta_2 X_{2i} + \dots + \beta_K X_{Ki} + \varepsilon_i, \quad (i = 1, 2, \dots, n)^{94}$$

onde: Y – variável dependente; X – variável independente; β_0 – ordenada na origem; ε_i – erros ou resíduos do modelo.

Este modelo permite analisar a relação entre variáveis quantitativas.

Baseados no modelo anteriormente referido construíu-se os seguintes modelos com as variáveis apresentadas e descritas anteriormente no quadro 5 do ponto 2.4:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 EST_i + \beta_2 AP_i + \beta_3 CA_i + \beta_4 InvInst_i + \beta_5 PCA/CEO_i + \beta_6 TAMCA_i + \beta_7 IndepCA_i + \beta_8 RVEXE_i + \beta_9 TAM_i + \beta_{10} DIVIDA_i + \beta_{11} BIG4_i + \varepsilon_i$$

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 EST_i + \beta_2 AP_i + \beta_3 CA_i + \beta_4 InvInst_i + \beta_5 PCA/CEO_i + \beta_6 TAMCA_i + \beta_7 IndepCA_i + \beta_8 RVEXE_i + \beta_9 TAM_i + \beta_{10} DIVIDA_i + \beta_{11} BIG4_i + \varepsilon_i$$

$$Q = \beta_0 + \beta_1 EST_i + \beta_2 AP_i + \beta_3 CA_i + \beta_4 InvInst_i + \beta_5 PCA/CEO_i + \beta_6 TAMCA_i + \beta_7 IndepCA_i + \beta_8 RVEXE_i + \beta_9 TAM_i + \beta_{10} DIVIDA_i + \beta_{11} BIG4_i + \varepsilon_i$$

$$LNMKTCAP = \beta_0 + \beta_1 EST_i + \beta_2 AP_i + \beta_3 CA_i + \beta_4 InvInst_i + \beta_5 PCA/CEO_i + \beta_6 TAMCA_i + \beta_7 IndepCA_i + \beta_8 RVEXE_i + \beta_9 TAM_i + \beta_{10} DIVIDA_i + \beta_{11} BIG4_i + \varepsilon_i$$

Como se pode verificar para cada variável dependente / performance, foi feita uma regressão. Foi considerado o nível de significância de 5% como limite que permite rejeitar a hipótese nula. A validade dos modelos foi estimada por meio da aplicação dos seguintes testes e correções:

- normalidade Doornik-Godfrey;
- multicolinearidade entre as variáveis independentes VIF (*variance inflation factors*);
- heterocedasticidade Breusch-Pagan/Cook-Weisberg e correção robusta de White;
- independência ou ausência de autocorrelação Breusch-Godfrey, Durbin-Watson, correção por método das primeiras diferenças e correção por criação de uma variável independente *lag* da variável dependente integrando-a na regressão.

Os testes e correções aplicados aos modelos serão objeto de explicação no capítulo III desta dissertação.

⁹⁴ Segundo Ferreira (2013), a interpretação pode ser feita da seguinte maneira: β_0 representa o valor de Y quando todas as variáveis independentes tomam o valor zero, a interpretação de β_1 (aplicável a qualquer β_i) representa a variação de Y quando X_1 aumenta uma unidade, mantendo o resto constante. Devido às alterações de X_1, X_2, \dots, X_k , o valor de Y pode variar, sendo que essas alterações podem ocorrer isolada ou simultaneamente. Se todas as variáveis se alterarem simultaneamente, consequentemente não se tem um impacto isolado mas sim conjunto, isto é, se não se aplicar o *ceteris paribus* (tudo o mais constante) na interpretação dos parâmetros, podem ocorrer erros de interpretação.

CAPÍTULO III – RESULTADOS

3.1 – Estatísticas descritivas

A tabela seguinte em conjugação com o apêndice V apresentam uma estrutura detalhada de dados (da totalidade do período considerado e separados por anos) que refletem a Média, o Desvio Padrão, o Mínimo e o Máximo de todas as variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 2
Estatísticas Descritivas

VARIÁVEIS	ANOS – Nº OBS	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
ROA	2010/2013-244	0.0433026	0.0674116	-0.4643048	0.241797
ROE	2010/2013-244	0.0266777	0.4956012	-6.304363	1.262722
Q	2010/2013-244	0.8891329	0.773932	-0.09324	5.824129
LNMKTCAP	2010/2013-244	20.49625	2.317887	14.69098	25.07262
EST	2010/2013-244	0.0242928	0.736445	0	0.5107439
AP	2010/2013-244	0.3909318	0.2365778	0.05	0.9469
CA	2010/2013-244	0.0799178	0.167466	0	0.8015967
InvInst	2010/2013-244	0.1149887	0.1498717	0	0.8064041
PCACEO	2010/2013-244	0.6229508	0.4856436	0	1
TAMCA	2010/2013-244	5.755736	1.939515	1.206949	11.56814
IndepCA	2010/2013-244	-0.0153598	0.403336	-1	0.7777778
LNRVEXE	2010/2013-244	8.440088	6.011136	0	15.11965
TAM	2010/2013-244	21.63782	1.944532	17.56818	25.58907
DIVIDA	2010/2013-244	0.3420592	0.1859302	0.0004507	0.7394647
BIG4	2010/2013-244	0.8442623	0.3633518	0	1

Fonte: Elaboração própria

Os dados obtidos permitem fazer uma análise através do comportamento dos valores das variáveis ao longo do período considerado neste estudo (2010-2013). Assim vemos: ao analisar os valores obtidos para a média da ROE, verifica-se que ao longo do

período considerado os valores decrescem, chegando mesmo em 2012 e 2013 a apresentar valores negativos, o que indica que a média da rentabilidade do capital próprio não só decresceu neste período como também passou a negativa, porventura uma das consequências da “crise” económica internacional instalada e que afeta as empresas dos dois países. Os dados obtidos para a média da variável LNMKT CAP parecem confirmar o decréscimo generalizado⁹⁵ dos valores de mercado das empresas a que se assiste actualmente, ainda que o seu aumento em 2013 parece indiciar que os mercados tentam recuperar. É interessante verificar que no período 2010-2013 houve um decréscimo da percentagem média de participação de capital do Estado nas empresas cotadas de Portugal e Espanha, indiciando e parecendo confirmar que, de facto, assistimos a uma prática de privatizações levadas a cabo na atualidade pelos países Ibéricos. Relativamente à variável InvInst, os dados obtidos revelam evidência de um aumento de 2010 para 2011, seguido de um decréscimo acentuado do peso detido pelos Investidores Institucionais sobre as empresas analisadas neste estudo, o que de resto vem de encontro aos dados divulgados pela OCDE no seu “site” e apresentados no anexo IV, em que se verifica o mesmo tipo de comportamento dos dados, nomeadamente no caso de Espanha, sendo que Portugal apresenta um decréscimo ao longo de todos os anos do período considerado. Pode-se observar, relativamente à variável que caracteriza o tamanho do conselho de administração (TAMCA), que há um acréscimo da média ao longo do período 2010-2013, evidenciando que os conselhos de administração das empresas consideradas, em média, têm vindo a crescer em número de elementos. No que diz respeito à variável IndepCA, apresenta desde 2010 a 2013 valores negativos, o que indicia um fraco potencial de independência, contrariando o consignado nos princípios sobre o Governo das sociedades da OCDE e defendido por Fama e Jensen (1983a), em relação à separação entre as decisões de gestão e o controlo dessas decisões, em que as decisões deveriam ser responsabilidade da direção executiva e o controlo exercido pelo conselho de administração. A este respeito Alves (2007) vai mais longe afirmando que, além do controlo, os administradores não executivos devem ter participação ativa na definição da estratégia da empresa e aconselhar para a tomada de decisões os administradores executivos em matéria de gestão do negócio. Apesar de tudo, os valores encontrados revelam, desde 2011 até ao final do período considerado, um sucessivo caminhar para alcançar valores positivos, o que pode indicar uma tendência das empresas consideradas para estabelecer uma maior independência nos

⁹⁵ Quando se analisa os resultados empresa a empresa verifica-se que existem algumas, mas poucas, exceções ao afirmado.

seus conselhos de administração. Desde 2010 até 2013 os valores obtidos para a média da variável LNRVEXE apresentam um decréscimo sucessivo, o que permite inferir que a remuneração variável média dos administradores executivos foi decrescendo ao longo deste período. Este tipo de resultados vai de encontro às recomendações da CMVM e, de alguma maneira, da generalidade dos órgãos que regulam os mercados a nível internacional, que sugere que a remuneração dos membros dos órgãos de administração deve ser estabelecida de maneira a que permita o alinhamento dos interesses destes elementos com os interesses da sociedade que administram. Ora parece que a “crise internacional” que se experiencia e vive hoje em dia levou a que também as remunerações variáveis dos administradores executivos das empresas sofressem, em média, um decréscimo. É interessante verificar que os dados obtidos apontam para uma procura cada vez maior das empresas de auditoria chamadas “BIG 4”, por parte das empresas da amostra deste estudo, constituindo assim a procura da certificação das contas por empresas de auditoria com peso e reputação no mercado uma das suas preocupações. Como se pode verificar no apêndice V, a variável BIG4 apresenta um movimento crescente ao longo do período 2010-2013, significando que mais empresas recorreram aos serviços das referidas empresas de auditoria, com algum destaque para o acréscimo de 2012 para 2013 em que se passou de 83,6% para 88,5% (um aumento de 4,9%).

Compete referir e reforçar que todas estas reflexões são apenas válidas para o universo que constitui a amostra deste estudo, tendo em consideração a média dos valores obtidos para as variáveis, não podendo serem feitas generalizações para o universo total das empresas de Portugal e Espanha.

3.2 – Análise Multivariada

Antes de se proceder à análise da associação entre as variáveis, recorreu-se ao teste Doornik-Hansen⁹⁶ para verificar se se está na presença de uma distribuição normal:

⁹⁶ À semelhança da estatística utilizada no teste Jarque Bera, a estatística do teste Doornik-Hansen utiliza os estimadores dos coeficientes de assimetria e de achatamento, sendo o seu cálculo mais complexo que o da estatística do teste Jarque Bera. Os dois estimadores são transformados em duas variáveis aleatórias que devidamente combinadas, sob a hipótese da normalidade, seguem assintoticamente uma distribuição qui-quadrado com dois graus de liberdade (Doornik e Hansen, 2008). Os testes Shapiro-Wilk e Lilliefors constituem alternativas semelhantes.

Quadro 6
Teste Doornik-Hansen

Test for multivariate normality		
Doornik-Hansen	chi2(30) = 10692.872	Prob > chi2 = 0.0000

Fonte: Elaboração própria

Como se pode verificar pelo resultado do teste de normalidade multivariada de Doornik-Hansen rejeita-se a hipótese nula sobre a existência de normalidade multivariada das variáveis consideradas neste estudo, sendo assim possível concluir que se está na presença de variáveis com uma distribuição normal. Recorreu-se a este teste uma vez que a aplicação e análise do coeficiente de correlação de Pearson⁹⁷ implicam que os dados sejam oriundos de uma distribuição normal.

A tabela 3 apresenta uma matriz de correlação entre todas as variáveis deste estudo, onde se apresenta o cálculo do coeficiente de correlação de Pearson na diagonal inferior e na diagonal superior o coeficiente ρ de Spearman⁹⁸. Pela sua leitura deteta-se a existência de um conjunto de variáveis com correlações estatisticamente significativas. Seria esperado que as variáveis dependentes tivessem entre si, por regra, uma correlação elevada ou moderada, estatisticamente significativa, pelo facto de todas terem como base os resultados das empresas e representarem a performance da empresa.

⁹⁷ O coeficiente de correlação de Pearson é uma medida do grau de relação linear entre duas variáveis quantitativas. Este coeficiente varia entre os valores -1 e 1. O valor 0 (zero) significa que não há relação linear, o valor 1 indica uma relação linear perfeita e o valor -1 também indica uma relação linear perfeita mas inversa, ou seja, quando uma das variáveis aumenta a outra diminui. Quanto mais próximo estiver de 1 ou -1, mais forte é a associação linear entre as duas variáveis. O coeficiente de correlação de Pearson é normalmente representado pela letra **r** e a sua fórmula de cálculo é:

$$r = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{(\sum (x_i - \bar{x})^2)(\sum (y_i - \bar{y})^2)}}$$

⁹⁸ O coeficiente ρ de Spearman mede a intensidade da relação entre variáveis ordinais. Usa apenas a ordem das observações em vez do valor observado. Assim, este coeficiente não é sensível a assimetrias na distribuição, nem à presença de outliers, não exigindo portanto que os dados provenham de duas populações normais. Aplica-se igualmente em variáveis intervalares/rácio como alternativa ao coeficiente de correlação de Pearson, quando neste último se viola a normalidade. Nos casos em que os dados não formam uma nuvem “bem comportada”, com alguns pontos muito afastados dos restantes, ou em que parece existir uma relação crescente ou decrescente em formato de curva, o coeficiente ρ de Spearman é mais apropriado. Uma fórmula fácil para calcular o coeficiente ρ de Spearman é dada por:

$$\rho = 1 - \frac{6 \sum d_i^2}{n(n^2 - 1)}$$

d_i = a diferença entre cada posto de valor correspondentes de x e y, e n = o número dos pares dos valores. Se os postos de x são exactamente iguais aos pontos de y, então todos os d_i serão zero e ρ será 1. O coeficiente ρ de Spearman varia entre -1 e 1. Quanto mais próximo estiver destes extremos, maior será a associação entre as variáveis. O sinal negativo da correlação significa que as variáveis variam em sentido contrário.

Tabela 3

Matriz de correlações entre variáveis

Variável	ROA	ROE	Q	LNMKTCAP	EST	AP	CA	InvInst	PCACEO	TAMCA	IndepCA	LNRVEXE	TAM	DIVIDA	BIG4
ROA	1,0000	0,6796*	0,5474*	0,4302*	0,0155	0,2989*	0,0998	0,0628	0,0445	0,1411*	0,2475*	0,2072*	0,2177*	0,0671	0,2492*
		0,0000	0,0000	0,0000	0,8096	0,0000	0,1200	0,3286	0,4886	0,0275	0,0001	0,0011	0,0006	0,2965	0,0001
ROE	0,2688*	1,0000	0,3512*	0,4273*	0,0339	0,3848*	0,1170	0,1474*	0,1255	0,2189*	0,3269*	0,1980*	0,3092*	0,0017	0,1841*
			0,0000	0,0000	0,5981	0,0000	0,0680	0,0212	0,0503	0,0006	0,0000	0,0019	0,0000	0,9795	0,0039
Q	0,4924*	0,1248	1,0000	0,5446*	0,1838*	0,1836*	0,0633	0,0069	0,0185	0,1723*	0,3505*	0,1524*	0,1578*	0,2868*	0,2701*
				0,0000	0,0040	0,0040	0,3244	0,9146	0,7738	0,0070	0,0000	0,0172	0,0136	0,0000	0,0000
LNMKTCAP	0,3716*	0,1728*	0,4949*	1,0000	0,1028	0,3574*	0,1768*	0,2220*	0,1007	0,6878*	0,6630*	0,6894*	0,8021*	0,2843*	0,3728*
					0,1091	0,0000	0,0051	0,0005	0,1166	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
EST	0,0393	0,0562	0,0273	0,0167	1,0000	0,1243	0,1338*	0,3080*	0,1282*	0,1715*	0,0362	0,0245	0,0194	0,2134*	0,0017
						0,0525	0,0367	0,0000	0,0454	0,0073	0,5739	0,7031	0,7635	0,0008	0,9792
AP	0,2169*	0,1938*	0,0538	0,3610*	0,0721	1,0000	0,2471	0,2174*	0,3031*	0,3285*	0,4006*	0,1778*	0,3174*	0,0863	0,0801
							0,0001	0,0006	0,0000	0,0000	0,0000	0,0053	0,0000	0,1792	0,2126
CA	0,1940*	0,0689	0,1809*	0,0943	0,0522	0,2508*	1,0000	0,1319*	0,1303*	0,1713*	0,0556	0,0961	0,2191*	0,2426*	0,1703*
								0,0394	0,0419	0,0073	0,3875	0,1342	0,0006	0,0001	0,0077
InvInst	0,0439	0,1291*	0,1292*	0,2111*	0,2812*	0,1259*	0,0988	1,0000	0,1450*	0,4222*	0,0528	0,1664*	0,3290*	0,3400*	0,0909
									0,0235	0,0000	0,4112	0,0092	0,0000	0,0000	0,1567
PCACEO	0,0970	0,0388	0,0398	0,1113	0,1158	0,3046*	0,1420*	0,1754*	1,0000	0,1282*	0,1784*	0,1058	0,0838	0,0629	0,2022*
							0,0265	0,0060		0,0454	0,0052	0,0992	0,1920	0,3278	0,0015
TAMCA	0,0838	0,0303	0,0258	0,6645*	0,0881	0,3010*	0,1293*	0,4142*	0,1682*	1,0000	0,4569*	0,5718*	0,7451*	0,2918*	0,1055
							0,0436	0,0000	0,0085		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,1002
IndepCA	0,2264*	0,0969	0,3703*	0,6547*	0,0148	0,3771*	0,1148	0,0853	0,0830	0,4729*	1,0000	0,4501*	0,5075*	0,0898	0,3422*
							0,0735	0,1843	0,1965	0,0000		0,0000	0,0000	0,1621	0,0000
LNRVEXE	0,0935	0,0245	0,0885	0,6090*	0,1110	0,0244	0,1238	0,1686*	0,0425	0,5365*	0,3309*	1,0000	0,6650*	0,1914*	0,2455*
							0,0535	0,0083	0,5085	0,0000	0,0000		0,0000	0,0027	0,0001
TAM	0,1865*	0,0520	0,0627	0,8049*	0,0400	0,3306*	0,1451*	0,2869*	0,0848	0,7200*	0,4822*	0,5982*	1,0000	0,3871*	0,2394*
							0,0234	0,0000	0,1867	0,0000	0,0000	0,0000		0,0000	0,0002
DIVIDA	0,0287	0,0096	0,0325	0,2545*	0,1882*	0,0654	0,2071*	0,2958*	0,0683	0,2883*	0,0867	0,1505*	0,3719*	1,0000	0,0292
							0,0011	0,0000	0,2879	0,0000	0,1770	0,0186	0,0000		0,6499
BIG4	0,1479*	0,0234	0,1954*	0,3941*	0,0496	0,0681	0,0389	0,0425	0,2022*	0,1073	0,3604*	0,2041*	0,2418*	0,0310	1,0000
							0,5451	0,5083	0,0015	0,0943	0,0000	0,0013	0,0001	0,6304	

Fonte: Elaboração própria (Obs: valores negativos a vermelho)

No entanto, e pelo facto de no cálculo das variáveis dependentes se utilizar diferentes elementos das demonstrações financeiras e dos outputs dos mercados financeiros, verifica-se que pelos resultados do coeficiente de correlação de Pearson, as variáveis dependentes apresentam entre elas, correlações positivas fracas⁹⁹, sendo mesmo a

⁹⁹ Para efeitos de classificação das correlações usamos a seguinte tabela:

Coefficiente correlação	Correlação	Coefficiente correlação	Correlação
$r = 1$	Perfeita positiva	$r = -1$	Perfeita negativa
$0,8 \leq r < 1$	Forte positiva	$-1 < r \leq -0,8$	Forte negativa
$0,5 \leq r < 0,8$	Moderada positiva	$-0,8 < r \leq -0,5$	Moderada negativa
$0,1 \leq r < 0,5$	Fraca positiva	$-0,5 < r \leq -0,1$	Fraca negativa
$0 < r < 0,1$	Ínfima positiva	$-0,1 < r < 0$	Ínfima negativa
$r = 0$	Nula		

Fonte: Adaptado de Santos (2007).

correlação entre Q e ROE não estatisticamente significativa para o nível de significância considerado (5%). Através do coeficiente de correlação de Spearman encontra-se correlações moderadas positivas e fracas positivas, mas todas estatisticamente significativas.

Consistente com Bhagat e Bolton (2013), e a respeito das variáveis independentes, a maioria das correlações estatisticamente significativas entre elas são, quer sejam positivas ou negativas, ínfimas ou fracas. Apenas se encontra uma correlação moderada positiva, estatisticamente significativa, entre LNRVEXE e TAMCA, que pode indicar que a remuneração variável dos administradores executivos varia no mesmo sentido do tamanho do conselho de administração. O facto da matriz de correlação mostrar que as correlações entre as variáveis independentes são de grau ínfimo, fraco e tendo apenas uma correlação moderada, sugere a ausência de multicolinearidade. Bryman e Cramer (1997) referem que cada par de variáveis independentes não deve exceder 0,80 de coeficiente de correlação de Person, sob pena de ser provável a existência de multicolinearidade¹⁰⁰. Mais à frente irá aplicar-se os testes competentes para analisar esta situação.

Quanto às correlações de valor mais elevado, é de notar que as seis são moderadas positivas, três acontecem entre uma variável dependente e três variáveis independentes (LNMKTCAP/TAMCA - 0,66; LNMKTCAP/IndepCA - 0,65; LNMKTCAP/LNRVEXE - 0,60), uma entre uma variável dependente e uma variável de controlo (LNMKTCAP/TAM - 0,80) e duas entre uma variável de controlo e duas variáveis independentes (TAM/TAMCA - 0,72; TAM/LNRVEXE - 0,59). Adicionalmente estas correlações permitem inferir o seguinte para as empresas consideradas neste estudo:

- Quanto maior for a capitalização de mercado maior é o tamanho do conselho de administração;
- Quanto maior for a capitalização de mercado maior é a independência do conselho de administração;
- Quanto maior for a capitalização de mercado maior é a remuneração variável dos administradores executivos;
- Quanto maior for o tamanho da empresa maior é a capitalização de mercado;
- Quanto maior for o tamanho da empresa maior é o tamanho do conselho de administração;

¹⁰⁰ Este termo utiliza-se para indicar a existência de correlação forte entre duas, ou mais, variáveis independentes. Assim, se existirem variáveis independentes (explicativas) que são combinações lineares umas das outras, existe multicolinearidade. No caso de as variáveis serem muito correlacionadas, as inferências baseadas no modelo de regressão podem ser pouco confiáveis ou erróneas.

- Quanto maior for o tamanho da empresa maior é a remuneração variável dos administradores executivos.

À semelhança dos estudos realizados por Bhagat e Bolton (2013), Mollah, Farooque e Karim (2012), Silveira (2002) e Bhagat e Black (1999), utilizou-se os modelos descritos no ponto 2.5 do capítulo anterior realizando as correspondentes regressões. Para cada variável dependente / performance (ROA, ROE, Q e LNMKTCAP) foi realizada uma regressão. Apresenta-se os resultados obtidos na tabela 5, assim como os resultados dos testes efectuados para validação dos modelos, nomeadamente, heterocedasticidade (Breusch-Pagan/Cook-Weisberg) e independência ou ausência de autocorrelação (Breusch-Godfrey e Durbin-Watson). Os resultados do teste de multicolinearidade VIF¹⁰¹ (*variance inflation factors for independent variables*) são apresentados na seguinte tabela:

Tabela 4
Teste de multicolinearidade VIF

VARIÁVEL	VIF	1/VIF
TAM	3,07	0,325431
TAMCA	2,90	0,344804
LNRVEXE	1,83	0,547447
IndepCA	1,74	0,573091
AP	1,68	0,594806
InvInst	1,38	0,724577
PCACEO	1,37	0,729641
DIVIDA	1,30	0,770997
BIG4	1,28	0,778495
CA	1,23	0,814704
EST	1,16	0,861455
Média VIF	1,72	

Fonte: Elaboração própria.

Como se pode verificar pela análise dos resultados os modelos não apresentam multicolinearidade, significando que as variáveis explicativas são linearmente independentes, uma vez que não existe nenhum VIF superior a 10, revelando-se com uma

¹⁰¹ O VIF quantifica a gravidade da multicolinearidade numa análise de regressão, fornece um índice que mede o quanto a variância de um coeficiente de regressão estimado é inflacionado pela colinearidade. Quanto mais próximo estiver o VIF de 0, menor será a multicolinearidade. O valor acima do qual a literatura considera que existe multicolinearidade é 10.

validade global comprovada pela probabilidade associada ao teste F de 0,000 e 0,0008 (valores apresentados na tabela 5).

Consistente com o encontrado por Mollah, Farooque e Karim (2012), os resultados indicam que, em termos de poder explicativo dos modelos, explanados na tabela 5, a variável dependente LNMKTCAP (baseada em dados de mercado) evidencia uma relação mais forte com as variáveis independentes do que as variáveis ROA, ROE (baseadas em dados contábilísticos) e Q (híbrida).

Tabela 5

Regressões, testes de heterocedasticidade e testes de independência

Variável Independente	Dependente			
	ROA	ROE	Q	LNMKTCAP
EST	0.0430571 0.379	0.0980912 0.551	0.2559649 0.471	0.2139016 0.822
AP	0.0079276 0.668	0.3988968 0.022**	0.3068082 0.248	0.6819932 0.075*
CA	0.477773 0.033**	0.0831464 0.528	0.8197355 0.063*	0.2541711 0.574
InvInst	0.0229099 0.383	0.4563886 0.056*	0.5671282 0.062*	0.7478326 0.219
PCACEO	0.005196 0.519	0.1155964 0.168	0.0999588 0.218	0.0857288 0.615
TAMCA	0.0036929 0.210	0.0524899 0.237	0.0276448 0.328	0.1552876 0.017**
IndepCA	0.0117519 0.294	0.0987203 0.064*	0.4356291 0.004***	0.8573018 0.003***
LNRVEXE	0.0003638 0.629	0.0055871 0.244	0.0051721 0.506	0.0650297 0.000***
TAM	0.0040385 0.183	0.0110074 0.370	0.0127385 0.777	0.5128665 0.000***
DIVIDA	0.0074448 0.718	0.0828925 0.699	0.3253715 0.176	0.5606793 0.144
BIG4	0.0044427 0.671	0.0067439 0.911	0.079767 0.408	0.9090869 0.000***
lagROA	0.5852448 0.0000			
lagROE		0.1527993 0.366		
lagQ			0.6354214 0.000	
Nº obs	243	243	243	243
F	14.75	2.93	11.08	31.52
Prob > F	0.0000	0.0008	0.0000	0.0000
R²	0.4350	0.0974	0.5712	0.5991
Adj R²	0.4055	-	-	0.5801
Heterocedasticidade Breusch-Pagan/Cook-Weisberg	0.4828	0.0000	0.0000	0.2479

Independência Durbin-Watson d-statistic d_w^{102}	1.894	1.998	1.792	2.273
Independência Breusch-Godfrey ¹⁰³	0.1962			

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Estatisticamente significativo a ***1%, **5% e *10%, valores negativos a vermelho.

No que diz respeito à regressão efetuada com a variável dependente ROA, ao se executar o teste Breusch-Pagan/Cook-Weisberg obtive-se o *p-value* de 0,4828, que permite não rejeitar a hipótese nula de homocedasticidade, apresentando o modelo a qualidade estatística adequada. No entanto, ao se obter um resultado de 0,81451 no teste Durbin-Watson para a independência dos resíduos foi necessário recorrer a uma técnica de correção de problemas de autocorrelação positiva. Para resolver este problema utilizou-se uma técnica difundida no meio académico como válida, ou seja, criou-se uma variável independente composta por *lag* da variável dependente (neste caso lagROA), integrado-a na regressão. Após nova regressão verificou-se que se obteve um modelo com R^2 de 43,5%, com um valor de 1,894 no teste Durbin-Watson e um *p-value* de 0,1962 no teste Breusch-Godfrey, que permite não rejeitar a hipótese nula de não autocorrelação ou da independência dos resíduos. Estes valores validam o modelo para a interpretação dos coeficientes e respetivas significâncias, o que leva a inferir que a percentagem de ações detida pelo conselho de administração (CA) apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa (5%) com a rendibilidade do ativo, corroborando Jensen e Meckling (1976), que dizem que quantas mais ações forem detidas pelo conselho de administração, mais podem compartilhar lucros, criando desta forma mais incentivos em aumentar os seus esforços, no sentido de maximizar os lucros da empresa. Chiang (2005) encontrou evidência estatística de uma relação positiva significativa entre a percentagem de ações detidas pelo conselho de administração e a performance. Bhagat e Bolton (2013), por sua vez, afirmam que durante os dois períodos do estudo que realizaram, 1998-2001 e 2003-2007 a aproximadamente 1.500 grandes empresas dos EUA, a propriedade dos directores está positivamente associada com a performance das empresas.

¹⁰² Teste para detetar a presença de autocorrelação nos resíduos de uma análise de regressão, baseado na suposição de que os erros no modelo são gerados por um processo autoregressivo de 1ª ordem. Testou-se a presença de autocorrelação por meio das hipóteses $H_0: \rho=0$; $H_1: \rho \neq 0$. A estatística do teste é dado por:

$$d_w = \frac{\sum_{i=2}^n (e_i - e_{i-1})^2}{\sum_{i=1}^n e_i^2},$$

em que $0 \leq d_w \leq 4$. A decisão é tomada comparando o valor de d_w com os valores críticos d_L e d_U da tabela de Durbin-Watson. Se $0 \leq d_w < d_L$, então rejeitamos H_0 (dependência); se $d_L \leq d_w \leq d_U$, então o teste é inconclusivo; se $d_U < d_w < 4-d_U$, então não rejeitamos H_0 (independência); se $4-d_U \leq d_w \leq 4-d_L$, então o teste é inconclusivo; se $4-d_L < d_w \leq 4$, então rejeitamos H_0 (dependência).

¹⁰³ Teste utilizado para detetar autocorrelação. Tem como objetivo testar a hipótese nula de ausência de autocorrelação contra a hipótese alternativa da existência de autocorrelação até à ordem q .

O modelo aplicado com a variável dependente ROE mostrou-se fraco a nível do poder explicativo global, apresentando um R^2 de apenas 9,74%. Ao obter-se um *p-value* de 0,0000 no teste Breusch-Pagan/Cook-Weisberg, e por consequência a rejeição da hipótese nula de homocedasticidade (o modelo apresenta problemas de heterocedasticidade), levou à aplicação da correção robusta de White¹⁰⁴, no sentido de corrigir o modelo ao nível da heterocedasticidade. Houve ainda necessidade de recorrer à mesma técnica, utilizada no modelo anterior, de criação de uma variável independente lagROE e executar a regressão com mais esta variável, de modo a obter a correção necessária ao modelo para não rejeitar a hipótese nula de não autocorrelação, uma vez que se obteve no teste Durbin-Watson um valor de 1,704. Após a devida correção conseguiu-se obter um valor de 1,998 que veio de encontro ao objetivo.

Ao encontrar-se evidência estatística de uma relação negativa entre a percentagem de ações detidas pelo acionista principal e a rentabilidade do capital próprio, vai-se ao encontro dos resultados obtidos por Tam e Tan (2007), que sugerem que na Malásia a concentração da propriedade está negativamente relacionada com a performance. Mollah *et al.* (2012) encontraram evidência que sugere que a concentração de propriedade é destrutiva da performance e do valor das empresas. Sobre este assunto, contrapondo, Shleifer e Vishny (1997) argumentam que desde que a concentração da propriedade consiga proporcionar o alcance dos objetivos de maximização do valor da empresa e o controlo suficiente sobre os direitos da empresa, consegue supervisionar com eficácia e eficiência a gestão, conseguindo com isso uma redução dos custos de agência e, consequentemente, melhores resultados de performance da empresa.

Ao efetuar-se a análise da tabela 5, verificou-se que o modelo onde se aplicou a variável dependente Q apresenta a variável IndepCA com uma relação positiva com significância estatística (1%). Consistente com os resultados obtidos, no contexto Indiano, Jackling e Johl (2009) encontraram uma relação, estatisticamente significativa, positiva entre TOBIN's Q e os administradores independentes. Bhagat e Bolton (2013) documentam uma relação positiva estatisticamente significativa entre a independência do conselho de administração e a performance no período de 2003-2007 do seu estudo. Na mesma linha, Bozcuk (2011) encontra um efeito positivo na performance das empresas Turcas, derivado da presença de administradores independentes no conselho de administração. Krivogorsky (2006) e O'Connell e Cramer (2010) concordam e

¹⁰⁴ A correção robusta de White ajusta os erros padrão a partir da heterocedasticidade do modelo e utiliza-se, na prática, quando não se conhece a natureza da heterocedasticidade.

demonstram uma relação positiva entre a performance das empresas e a percentagem de administradores não-executivos integrantes dos conselhos de administração.

O modelo apresenta um poder explicativo global (R^2) de 57,12%, mas, no entanto, foi necessário recorrer à aplicação da correção robusta de White, no sentido de corrigir o modelo ao nível da heterocedasticidade e à mesma técnica, utilizada nos modelos anteriores, de criação de uma variável independente lagQ para correção de problemas de autocorrelação. Contudo, e apesar da aplicação destas correções, o valor de 1,792 no teste Durbin-Watson, apesar de próximo de 2, não permite tirar nenhuma conclusão acerca da autocorrelação, pois cai na “zona” em que o teste é considerado inconclusivo.

Sem dúvida, e como se referiu anteriormente, em termos de poder explicativo global dos modelos, a variável dependente LNMKTCAP (baseada em dados de mercado), quando comparada com as restantes variáveis dependentes deste estudo, é a que evidencia uma relação mais forte com as variáveis independentes. Pode-se constatar que existem seis variáveis estatisticamente significativas (uma a 10%, uma a 5% e quatro a 1%).

A variável TAMCA que expressa o tamanho do conselho administrativo revelou-se positiva e estatisticamente significativa (1%) em relação à variável dependente LNMKTCAP. Ao serem analisados os resultados obtidos para as outras variáveis de performance deste estudo, verificou-se que apesar dos coeficientes não serem estatisticamente significativos não deixa de ser interessante todas as variáveis apresentarem uma relação negativa com a variável TAMCA, consistente com o expressado por Jensen (1983), que argumenta que os custos (por exemplo: comunicação pobre e tomadas de decisão menos oportunas e eficientes) de um conselho de administração de grande tamanho, têm um impacto negativo na performance de uma empresa. O’Connell e Cramer (2010) sugerem o mesmo, ao afirmarem que o número de membros do conselho de administração apresenta uma relação negativa estatisticamente significativa com a performance das empresas Irlandesas, medida pelo ROA e TOBIN’s Q. Contudo, corroborando os resultados encontrados neste estudo, Bozcuk (2011), Dwivedi e Jain (2005) e Pearce e Zahra (1992) encontraram uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a performance.

À semelhança dos resultados obtidos no modelo anterior para a relação da variável dependente com a variável IndepCA, também neste modelo se verificou a existencia de uma relação positiva estatisticamente significativa (1%) entre as variáveis IndepCA e LNMKTCAP, ou seja, pode-se inferir que, quanto melhor for o rácio de independência do

conselho de administração, melhor será a performance da empresa, medida neste caso pela capitalização de mercado.

No que diz respeito à média da remuneração variável dos administradores executivos, encontrou-se evidência estatisticamente significativa (1%) que varia positivamente com a performance, mais concretamente com a capitalização de mercado. Murphy (1998) conclui que a remuneração dos administradores executivos está forte e positivamente relacionada com a performance, assim como Morck *et al.* (2000), que na sua investigação encontra o mesmo tipo de relação entre as duas variáveis.

Este modelo apresenta duas variáveis de controlo positiva e estatisticamente significativas (1%), sugerindo uma influência significativa na performance (capitalização de mercado), variando no mesmo sentido.

Em termos de testes de validação do modelo, ao obtermos o *p-value* de 0,2479 no teste Breusch-Pagan/Cook-Weisberg permite não rejeitar a hipótese nula de homocedasticidade; no entanto, encontrou-se problemas de autocorrelação (0,6502 no teste Durbin-Watson) que se corrigiu aplicando o método das primeiras diferenças¹⁰⁵, que alterou o resultado do teste Durbin-Watson para 2,273, que tal como no modelo anterior, não permite tirar nenhuma conclusão acerca da autocorrelação, pois cai na “zona” em que o teste é considerado inconclusivo.

No quadro 7 são resumidos os principais resultados obtidos com relação à significância estatística e às hipóteses anteriormente definidas.

¹⁰⁵ Quando os efeitos específicos individuais são admitidos, acontece que os efeitos fixos a_i podem ser correlacionados com as variáveis explicativas, $Cov(a_i, X_{it}) \neq 0$; assim, o método OLS não produz estimadores consistentes. O problema resolve-se removendo os efeitos específicos individuais. Utilizar a função com os valores contemporâneos: $Y_{it} = \sum_{i=1}^N a_i D_i + bX_{it} + \dots + u_{it}$. Desfasar por um período: $Y_{it-1} = \sum_{i=1}^N a_i D_i + bX_{it-1} + \dots + u_{it-1}$. Subtrair da 1ª equação a 2ª: Expressar o modelo em primeiras diferenças e estimar normalmente pelo método OLS: $\Delta Y_{it} = b\Delta X_{it} + \dots + \Delta u_{it}$. A desvantagem em estimar este modelo é a perda de uma observação para todos os indivíduos.

Quadro 7

Resumo dos resultados com relação à significância estatística dos coeficientes

Variável Independente	Dependente				Significância estatística /teste de hipóteses	Sinal de acordo com hipóteses definidas
	ROA	ROE	Q	LNMKTCAP		
AP		5% (-)			rejeita H ₀ rejeita H ₁	-
CA	5% (+)				rejeita H ₀ rejeita H ₂	+
TAMCA				5% (+)	rejeita H ₀ rejeita H ₂	+
IndepCA			1% (+)	1% (+)	rejeita H ₀ rejeita H ₂	+
LNRVEXE				1% (+)	rejeita H ₀ rejeita H ₂	+
TAM				1% (+)	rejeita H ₀ rejeita H ₂	+
BIG4				1% (+)	rejeita H ₀ rejeita H ₂	+

Fonte: Elaboração própria

CAPÍTULO IV – CONCLUSÕES E PROPOSTAS PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS

4.1 – Conclusões

Esta investigação sobre o impacto do governo das sociedades na performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha, procurou estudar o efeito de algumas variáveis caracterizadoras da estrutura de propriedade das empresas e dos seus conselhos de administração, no âmbito do governo das sociedades, em quatro variáveis de medição da performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha, analisando e verificando se existe alguma relação relevante e no caso de existência de tal relação, analisar e verificar qual o sentido dessa relação (positiva ou negativa) na performance das empresas cotadas dos dois países. Para tal, recorreu-se a uma abordagem genérica positivista de natureza correlacional / explicativa, seguindo um modelo de regressão linear múltipla, no sentido da avaliação da significância do impacto das várias características do governo das sociedades sobre a performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha. Utilizou-se dados de natureza secundária, de uma amostra composta por 61 empresas, relativos ao período de quatro anos de 2010 a 2013.

Durante a revisão da literatura existente sobre a temática desta investigação, foi evidente que se teria de fazer referência a vários aspectos para a melhor enquadrar e ao mesmo tempo proporcionar, a quem for interessado, um panorama mais amplo e perceptível, devido à complexidade e abrangência dos conceitos envolvidos, nomeadamente do conceito de governo das sociedades. Enquadra-se neste aspeto os diversos apêndices a esta dissertação, nomeadamente a análise comparativa dos documentos mais importantes e vigentes no âmbito do governo das sociedades em Portugal e Espanha e a listagem cronológica de códigos, recomendações e algumas normas dos EUA, da OCDE e dos países membros da EU.

Os resultados encontrados pela análise das estatísticas descritivas, nomeadamente a média das variáveis do estudo, indicam que a média do rácio da rendibilidade do capital próprio decresceu no período considerado no estudo, chegando mesmo a atingir valores negativos em 2012 e 2013. A média dos valores de mercado das empresas sofreu um decréscimo durante o mesmo período, apenas com um ligeiro aumento em 2013, podendo indicar alguma tendência para a recuperação dos mercados em 2013. Indicando um

decréscimo da participação do Estado no capital das empresas, encontrou-se o valor decrescente de 2010 a 2013 da média da variável correspondente à percentagem de participação do Estado no capital das empresas. A média da remuneração variável dos administradores executivos acompanha este movimento decrescente, presumivelmente causado pela “crise internacional” que se vive na atualidade. Em sentido contrário encontrou-se o tamanho do conselho de administração, uma vez que a média de número de elementos foi crescendo ao longo do período considerado. Em sentido crescente encontrou-se também a procura por parte das empresas em terem as suas contas certificadas e auditadas por uma empresa das BIG 4. Conseguiu-se ainda verificar que existe um esforço das empresas em tornar os seus conselhos de administração mais independentes, uma vez que os valores obtidos, apesar de negativos, apresentam um movimento crescente.

Após correlacionar as variáveis do estudo pode inferir-se o seguinte:

- Quanto maior for a capitalização de mercado, maior é o tamanho do conselho de administração;
- Quanto maior for a capitalização de mercado, maior é a independência do conselho de administração;
- Quanto maior for a capitalização de mercado, maior é a remuneração variável dos administradores executivos;
- Quanto maior for o tamanho da empresa, maior é a capitalização de mercado;
- Quanto maior for o tamanho da empresa, maior é o tamanho do conselho de administração;
- Quanto maior for o tamanho da empresa, maior é a remuneração variável dos administradores executivos.

Os resultados do estudo empírico efetuado sugerem a existência de alguns indicadores que influenciam significativamente a performance das empresas cotadas de Portugal e Espanha, ao ser encontrada evidência estatisticamente significativa, resumida no quadro 7 do capítulo anterior, que permite concluir que:

- A concentração de capital num acionista relaciona-se negativamente com a performance, quanto mais concentrada for a propriedade menor será a performance das empresas, isto é, existe um impacto negativo relevante;
- A percentagem de detenção de ações por parte do conselho de administração das empresas está positivamente relacionada com a performance, dado que, como variam no mesmo sentido, será de admitir que mais ações na posse dos elementos do conselho de administração têm um impacto positivo relevante na performance da empresa;

- O tamanho do conselho de administração apresenta uma relação positiva com a performance das empresas, ou seja, é sugerido que a performance é influenciada positivamente pelo número de elementos do conselho de administração;

- A independência do conselho de administração relaciona-se com a performance de forma positiva. Ao se encontrar evidência estatisticamente significativa para mais de uma variável de performance, pode afirmar-se que o facto dos conselhos de administração apresentarem um rácio de independência elevado constitui um factor de impacto muito relevante na performance.

- A média da remuneração variável dos administradores executivos varia no mesmo sentido da performance, isto é, o impacto da variação positiva da média da remuneração variável dos administradores executivos é um factor estimulante da performance.

- O tamanho da empresa e o facto das contas e relatórios serem certificados e auditados por uma das BIG 4 apresentam ambos uma relação positiva com a performance. Tendo em atenção que a evidência foi encontrada a respeito de uma variável de performance que tem por base dados de capitalização em mercado, poderá sugerir estarmos perante o facto de os mercados valorizarem o tamanho da empresa na sua avaliação das ações, bem como o facto de as empresas terem como auditoras e certificadoras as quatro maiores empresas de auditoria, o que parece ser um factor de confiança e valorização.

Acresce às conclusões a que se chegou, o facto relevante de estas terem por base os resultados obtidos, em que se verificou uma relação mais forte entre a variável dependente baseada em dados de mercado e as variáveis independentes.

Contribui este estudo para um enriquecimento dos conhecimentos, acrescentando algum valor aos vastos estudos existentes a nível internacional, na área do governo das sociedades, mas que em Portugal ainda vão sendo de pouca monta.

Qualquer estudo de natureza científica está sujeito a limitações. Este não é exceção, pelo que se indica algumas que se apresentam relevantes neste domínio.

A eficiência do mercado de capitais é uma grande assunção considerada neste estudo, que é desafiada pela crise económica e financeira que grassa atualmente pelo mundo ocidental. Tal crise poderá influenciar, de alguma maneira, os dados referentes ao período considerado no estudo, podendo provocar algumas conclusões menos fiáveis.

Algumas das limitações estão relacionadas com a amostra utilizada, nomeadamente o facto de não incluir os bancos, seguradoras, e empresas para as quais não se conseguiu obter dados completos para o período 2010-2013, o horizonte temporal limitado a quatro anos, e o seu âmbito abranger apenas as empresas cotadas.

4.2 – Propostas para investigações futuras

O progresso e desenvolvimentos futuros em termos de governo das sociedades, segundo Câmara (2013), é difícil de prever com nitidez. A reflexão desta temática é por essência inconformista, uma vez que as instituições, constante e permanentemente, na procura de melhores soluções, renovam e otimizam as suas estruturas de decisão e organização societárias. Revelando mudanças frequentes de abordagens regulatórias, o tema governo das sociedades demonstra instabilidade normativa e reativa a escândalos societários de largo alcance, como os que foram referidos anteriormente, o que revela imprevisibilidade na sua trajetória evolutiva. Acresce a esta imprevisibilidade a envolvente macroeconómica, normalmente retratada pelo governo das sociedades, a que hoje assistimos de natureza incerta. No entanto, vão surgindo de vários setores, nacionais e internacionais, algumas tendências, desafios e objetivos que obrigam à construção de um pensamento estratégico sobre o governo das sociedades, que seria interessante desenvolver num trabalho futuro.

Seria de igual modo interessante realizar uma investigação de âmbito mais geral, incluindo no estudo futuro algumas das empresas que foram excluídas deste, nomeadamente os bancos e as seguradoras, e efetuar uma comparação dos resultados no sentido de validar ou não as conclusões complementando as mesmas com a identificação das características que discriminam as empresas de Portugal e Espanha.

BIBLIOGRAFIA

Abran, A., Buglione, L. (2003). “A Multidimensional Performance Model for Consolidating Balanced Scorecards Advances in Engineering Software”. *ADES Journal*, 34 (6), 339-349.

Acharya, V., Gottschalg, O., Hahn, M., Kehoe, C. (2013). “Corporate Governance and Value Creation: Evidence from Private Equity”. *The Review of Financial Studies*, 26 (2), 368-402.

Agostinho, C., Canadas, N. (2010). “O Free Cash Flow, o Governo das sociedades e a Responsabilidade Social – uma análise no contexto das empresas cotadas na Euronext”. *XXXIV Encontro do ANPAD, SET2010*. [on-line] disponível em: www.anpad.org.br/admin/pdf/fin1731.pdf (AGO2014).

Aguilera, R., Cuervo-Cazurra, A. (2003). “Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?”. *Organization Studies – SAGE Publications*, 25 (3), 417-446.

Aguilera, R., Jackson, G. (2010). “Comparative and International Corporate Governance”. *The Academy of Management Annals*, 4 (1), 485-556.

Aguilera, R., Williams, C., Conley, J., Rupp, D. (2006). “Corporate Governance and Social Responsibility: a Comparative Analysis of the UK and the US”. *Corporate Governance*, 14 (3), 147-158.

Ahrens, T., Khalifa, R. (2013). “Researching the Lived Experience of Corporate Governance”. *Qualitative Research in Accounting & Management*, 10 (1), 4-30.

Alves, C. (2000). “Deverão os Investidores Institucionais Envolver-se no Governo das sociedades?”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 8, 1-26.

Alves, C. (2005). *Os Investidores Institucionais e o Governo das sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*. Coimbra: Almedina.

Alves, C. (2007). “Uma Perspectiva Económica sobre as (Novas) regras de Corporate Governance do Código das Sociedades Comerciais”, in *Jornadas em Homenagem ao Professor Doutor Raúl Ventura – A Reforma do Código das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Almedina.

Alves, C., Mendes, V. (2006). “A Reacção à Performance e o Activismo dos Investidores Institucionais”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 24, 261-287.

Arrow, K. (1969). “The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Non-Market Allocation”. in *The Analysis and Evaluation of Public Expenditures: the PBB System, Joint*

Economic Committee Compendium, 91st Congress, 1st Section, Vol. 1. Washington D.C.: Government Printing Office.

Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado (2013). “Resposta à Consulta Pública Relativa ao Projecto de Regulamento sobre Governo das sociedades Cotadas, Projecto de Alteração ao Código do Governo das sociedades, e Projecto de Modelo de Relatório de Governo Societário, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários”. [on-line] disponível em: http://www.emitentes.pt/images/media/docs/217_logos_705130328_AEM_CMVM_ProjectoCodigoCorporat eGovernance_RespostaConsulta_Final_Circulada.pdf .

Barnard, C. (1938). *The Functions of the Executive*. Cambridge: Harvard University Press.

Barreto, J. (2012). “Comply or Explain nos Códigos de Governo Societário”. Dissertação de Mestrado: Faculdade de Direito da Univ. Católica. [on-line] disponível em: <http://hdl.handle.net/10400.14/10552> .

Barzel, Y. (1997). *Economic Analysis of Property Rights (2nd Ed.)*. Cambridge: Cambridge University Press.

Batista, C. (2009). “As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de Corporate Governance em Portugal”. Dissertação de Mestrado: Faculdade Economia do Porto. [on-line] disponível em: <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/56107/2> .

Baudry, B. (2003). *Économie de la Firme*. Paris: La Découverte.

Bauer, R., Frijns, B., Otten, R., Tourani-Rad, A. (2008). “The Impact of Corporate Governance on Corporate Performance: Evidence from Japan”. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16, 236-251.

Bebchuk, L., Cohen, A., Ferrell, A. (2004). “What Matters in Corporate Governance?”. *Harvard Law School – Economic and Business Discussion Paper Series*, Paper 491. [on-line] disponível em: http://lsr.nellco.org/harvard_olin/491.

Becht, M., Bolton, P., Roell, A. (2002). “Corporate Governance and Control”. *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper*, 2/2002. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=343461> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.343461> .

Bennedsen, M., Kongsted, H., Nielsen, K. (2008). “The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms”. *Journal of Banking & Finance*, 32 (6), 1098-1109.

Berle, A., Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property (4th Ed.)*. New Jersey: Transaction Publisher. [on-line] disponível em: <http://www.unz.org/Pub/BerleAdolf-1932> .

- Besanko, D., Dranove, D., Shanley, M., Schaefer, S. (2004). *Economics of Strategy (3rd Ed.)*. USA: John Wiley & Sons.
- Bhagat, S., Shleifer, A., Vishny, R. (1990). "Hostile takeovers in the 1980s: the return to corporate specialization". *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*, 1-72.
- Bhagat, S., Black, B. (1999). "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance". *Business Lawyer*, 54 (3), 921-963.
- Bhagat, S., Bolton, B. (2007). "Corporate Governance and Firm Performance". *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- Bhagat, S., Bolton, B. (2013). "Director Ownership, Governance and Performance". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48 (1), 105-135.
- Boone, A., Field, L., Karpoff, J., Raheja, C. (2007). "The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis". *Journal of Financial Economics*, 85, 66-101.
- Bozcuk, A. (2011). "Performance Effects of Outside Directors on Corporate Boards". *International Journal of Business and Social Science*, 20 (2), 80-84.
- Brandão, E. (2003). *Finanças*. Porto: Porto Editora.
- Brealey, R. Myers, S., Allen, F. (2000). *Princípios de Finanças Empresariais (8^a Ed.)*. Lisboa: McGraw-Hill.
- Brown, L., Caylor, M. (2004). "Corporate Governance and Firm Performance". [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=586423> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.586423>.
- Brown, L., Caylor, M. (2006). "Corporate Governance and Firm Valuation". *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409-434.
- Bryman, A., Cramer, D. (1997). *Quantitative Data Analysis with SPSS for Windows*. London: Routledge.
- Bukart, M., Panunzi, F. (2006). "Takeovers". *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper n°118/2006*. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=884080> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.884080>.
- Butler, K. (2004). *Multinational Finance (3rd Ed.)*. South-Western College Publishing.

Cadbury Committee (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee. [on-line] disponível em: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report> .

Câmara, P. (2001). “O Governo das sociedades em Portugal: Uma Introdução”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 12, 45-55.

Câmara, P. (2002). “Códigos de Governo das sociedades”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 15, 65-90.

Câmara, P. (2008). “O Governo das sociedades e a Reforma do Código das Sociedades Comerciais”, in *Código das Sociedades Comerciais e Governo das sociedades*. Coimbra: Almedina.

Câmara, P. (2013). “A Corporate Governance de 2013 a 2023: Desafios e Objetivos” in *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*. Coimbra: Almedina.

Carcello, J., Hermanson, D., Ye, Z. (2011). “Corporate Governance Research in Accounting and Auditing: Insights, Practice, Implications, and Future Research Directions”. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 30 (3), 1-31.

Castañer, X., Kavadis, N. (2013). “Does Good Governance Prevent Bad Strategy? A Study of Corporate Governance, Financial Diversification, and Value Creation by French Corporations, 200-2006”. *Strategic Management Journal*, 34, 863-876.

Centro de Estudos Aplicados – Católica Lisbon School of Business & Economics (2013). “Governo das sociedades em Portugal em 2012”. [on-line] disponível em: http://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/resources/Documents/PROFESSORES/CEA/Estudos%20Recentes/AEM_Catolica_CorporateGovernance_Relatorio2013.pdf .

Chaghadari, M., Chaleshtori, G. (2011). “Corporate Governance and Firm Performance”. *2011 International Conference on Sociality and Economics Development IPEDR (vol 10)*. IACSIT Press, Singapore.

Chandler, A. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of Industrial Enterprise*. University of Illinois. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1496188> .

Chen, R., Qi, C., Lin, T. (2011). “Ownership Structure and Corporate Governance among Chinese Securities Firms”. *International Journal of Management*, 28 (3), 789-805.

Cheung, Y., Connelly, J., Jiang, P., Limpaphayom, P. (2011). “Does Corporate Governance Predict Future Performance? Evidence from Hong Kong”. *Financial Management*, 40 (1), 159-197.

Chiang, H. (2005). "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance". *Journal of American Academy of Business, Cambridge*, 6 (1), 95-101.

Christensen, J., Kent, P., Stewart, J. (2010). "Corporate Governance and Company Performance in Australia". *Australian Accounting Review*, 20 (4), 372-386.

Chung, K., Pruitt, S. (1994). "A Simple Approximation of Tobin's q". *The Journal of the Financial Management Association*, 23 (3), 70-74.

Coase, R. (1937). "The Nature of the Firm". *Economica*, 4 (16), 386-405.

Coase, R. (1959). "The Federal Communications Commission". *Journal of Law and Economics*, 2, 1-40.

Coase, R. (1960). "The Problem of Social Cost". *Journal of Law and Economics*, 3 (1), 1-44.

Coase, R. (1992). "The Institutional Structure of Production". *American Economic Review*, 82 (4), 713-719.

Coates IV, J. (2007). "The Goals and Promise of the Sarbanes-Oxley Act". *Journal of Economic Perspectives*, 21 (1), 91-116.

Coffee, J. (1991). "Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor". *Columbia Law Review*, 91 (6), 1277-1368.

Coles, J., Daniel, N., Naveen, L. (2008). "Boards: Does One Size Fit All?". *Journal of Financial Economics*, 87, 329-356.

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2012). *Informe Anual de Gobierno Corporativo de las Compañías del IBEX35 – Ejercicio 2012*. Publicaciones de la CNMV. [on-line] disponible em: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=22> .

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013a). *Informe Anual de Gobierno Corporativo de las Compañías del IBEX35 – Ejercicio 2013*. Publicaciones de la CNMV. [on-line] disponible em: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=22> .

Comisión Nacional del Mercado de Valores (2013b). *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*. Publicaciones de la CNMV. [on-line] disponible em: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/CodigosGovCorp.aspx> .

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (1999). *Recomendações da CMVM sobre o Governo das sociedades Cotadas*. [on-line] disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_99/Pages/indice.aspx .

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2012). *Relatório Anual sobre o Governo das sociedades Cotadas em Portugal – 2012*. Publicações da CMVM. [on-line] disponível em: www.cmvm.pt/CMVM/Estudos .

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2013a). *Código de Governo das sociedades da CMVM – 2013*. Publicações da CMVM. [on-line] disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents> .

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2013b). *Regulamento da CMVM nº4/2013 – Governo das sociedades*. [on-line] disponível em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/Reg2013/Pages/Reg_2013_04.aspx .

Comissão Europeia (2011). “Livro Verde – O Quadro da UE do Governo das sociedades”. [on-line] disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_pt.pdf .

Comissão Europeia (2012). “Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Action Plan: European Company Law and Corporate Governance, a Modern Legal Framework for More Engaged Shareholders and Sustainable Companies”. [on-line] disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/index_en.htm .

Comisión de Expertos em Materia de Gobierno Corporativo (2013). “Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas”. [on-line] disponível em: <https://www.cnmv.es/portal/legislacion/COBG/COBG.aspx> .

Comisión Especial para el estudio de um código ético de los consejos de administración de las sociedades (1998). “Informe Olivencia. El Gobierno de las Sociedades Cotizadas”. [on-line] disponível em: http://foretica.org/index.php/biblioteca/documentos-de-interes/ministerio-de-trabajo-y-asuntos-sociales-/doc_download/ .

Comment, R., Jarrell, G. (1995). “Corporate Focus and Stock Returns”. *Journal of Financial Economics*, 37, 67-87.

Commons, J. (1932). “The Problem of Correlating Law, Economics and Ethics”. *Wisconsin Law Review*, 8, 3-26.

Conyon, M., He, L. (2011). “Executive Compensation and Corporate Governance in China”. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1158-1175.

Conyon, M., He, L. (2011). “Executive compensation and Corporate Governance in China”. *Cornell University, ILR School, Institute for Compensation Studies*. [on-line] disponível em: <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/ics/6> .

Conyon, M., Peck, S. (1998). “Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation”. *Academy of Management Journal*, 41 (2), 146-157.

Coriat, B., Weinstein, O. (1995). *Les Nouvelles Théories de l'Entreprise*. Paris: Librairie Générale Française.

Cross, K., Lynch, R. (1991). *Measure Up – The Essencial Guide to Measuring Business Performance*. London: Mandarin.

Cross, K., Lynch, R. (1992). “For Good Measure”. *CMA Magazine*, APR, 20-23.

Daines, R., Gow, I., Larcker, D. (2010). “Rating the ratings: How good are commercial governance ratings?”. *Journal of Financial Economics*, 98, 439-461.

Damodaran, A. (2001). *Finanças Corporativas teoria e prática (2ª Ed.)*. São Paulo: Bookman Companhia Editora.

Davis, A. (2006). *Corporate Governance – Boas Práticas de Governo das sociedades*. Lisboa: Monitor Lda.

DeAngelo, H., Rice, E. (1983). “Antitakover Charter Amendments and Stockholder Wealth”. *Journal of Financial Economics*, 11, 329-360.

Defarges, P. (2003). *La Gouvernance*. Paris: Collection Que Sais-Je? – PUF.

Donaldson, T., Preston, L. (1995). “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications”. *Academy of Management Review*, 20 (1), 65-91.

Doornik, J., Hansen, H. (2008). “An Omnibus Test for Univariate and Multivariate Normality”. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 70, 927-939.

Drucker, P. (1999). *Management Challenges for the 21st Century*. Oxford: Butterworth-Heinemann.

Duarte, T. (2007). “O Governo das sociedades – Análise do Desempenho das Sociedades Cotadas em Bolsa Respondentes ao 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das sociedades”. Dissertação

de Mestrado/MBA: Instituto Superior de Economia e Gestão. [on-line] disponível em: www.repository.utl.pt/handle/10400.5/921 .

Dwivedi, N., Jain, A. (2005). “Corporate Governance and Performance of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership”. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 17 (3), 161-172.

Dyck, A., Zingales, L. (2004). “Private Benefits of Control: An International Comparison”. *Journal of Finance*, 59 (2), 537-600.

Edvinsson, L., Malone, M. (1997). *Intellectual Capital: Realising Your Company's True Value by Finding its Hidden Brainpower*. New York: Harper Collins.

Edvinsson, L., Sullivan, P. (1996) “Developing a Model for Managing Intellectual Capital”. *European Management Journal*, 14 (4), 356-364.

Edwards, M., Clough, R. (2005). “Corporate Governance and Performance. An Exploration of the Connection in a Public Sector Context”. *Corporate Governance ARC Project Issues Series Paper n°1*. University of Canberra.

Eells, R. (1960). *The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*. New York: Columbia University Press.

Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M. (1998). “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

Eisenhardt, K. (1989a). “Agency Theory: An Assessment and Review”. *Academy of Management Review*, 14 (1), 57-74.

Eisenhardt, K. (1989b). “Building Theories from Case Study Research”. *Academy of Management Review*, 14 (4), 532-550.

Ergin, E. (2012). “Corporate Governance Ratings and Market-based Financial Performance: Evidence from Turkey”. *International Journal of Economics and Finance*, 4 (9), 61-66.

Erkens, D., Hung, M., Matos, P. (2012). “Corporate Governance in the 2007-2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide”. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1397685>.

Esperança, J., Sousa, A., Soares, E., Pereira, I. (2011). *Corporate Governance no Espaço Lusófono*. Alfragide: Texto Editores.

European Corporate Governance Institute (2014). "Index of Codes". [on-line] disponível em: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php.

Fama, E. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm". *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.

Fama, E., Jensen, M. (1983a). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 301-325.

Fama, E., Jensen, M. (1983b). "Agency Problems and Residual Claims". *Journal of Law and Economics*, 26 (2), 327-349.

Famá, R., Barros, L. (2000). "Q de Tobin e seu uso em Finanças: Aspectos Metodológicos e Conceituais". *Caderno de Pesquisas em Administração*, 7 (4), 27-43.

Fanha, H., Pinheiro, P. (2013). *The Accounting Dictionary*. Cacém: Gráfica de Coimbra, Lda.

Fernández, C., Arrondo, R. (2005). "Alternative Internal Controls as Substitutes of the Board of Directors". *Corporate Governance: An International Review*, 13 (6), 856-866.

Ferreira, L. (2008). *Modelos de Avaliação de Empresas e Utilidade da Informação Contabilística*. Coleção Teses, Lisboa: Universidade Lusíada Editora.

Ferreira, P. (2013). *Princípios de Econometria*. Lisboa: Letras e Conceitos Lda.

Firth, M., Fung, P., Rui, O. (2007). "How Ownership and Corporate Governance Influence Chief Executive Pay in China's Listed Firms". *Journal of Business Research*, 60, 776-785.

Foroughi, M., Fooladi, M. (2011). "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Listed firms in Iran". *2011 International Conference on Humanities, Society and Culture IPEDR*, 20, 334-339.

Franks, J., Mayer, C., Rossi, S. (2006). "Ownership: Evolution and Regulation". *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper n° 09/2003*. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=354381> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.354381>.

Freeman, R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman.

Freeman, R. (2006) "People Flows in Globalization". *National Bureau of Economic Research Working Paper n° 12315*. [on-line] disponível em: <http://www.nber.org/papers/w12315>.

- Freeman, R., McVea, J. (2000). "A Stakeholder Approach to Strategic Management". *Darden Business School Working Paper n° 01-02*. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=263511> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.263511> .
- Freeman, R., Phillips, R. (2002). "Stakeholder Theory: A Libertarian Defense". *Business Ethics Quarterly*, 12 (3), 331-349.
- Freeman, R., Wicks, A., Parmar, B. (2004). "Stakeholder Theory and the Corporate Objective Revisited". *Organization Science*, 15 (3), 364-369.
- Furtado, P. (2012). *Código das Sociedades Comerciais Anotado (6ª Ed.)*. Lisboa: Quid Juris Sociedade Editora.
- Furubotn, E., Pejovich, S. (1972). "Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature". *Journal of Economic Literature*, 10 (4), 1137-1162.
- Gill, S. (2013). "Rethinking the primacy of board efficacy for governance: evidence from India". *Corporate Governance*, 13 (1), 99-129.
- Gillan, S. (2006). "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview". *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- Gillan, S., Starks, L. (2000). "Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors". *Journal of Financial Economics*, 57 (2), 275-305.
- Gomes, F. (2011). *Direito aos Lucros e o Dever de Participar nas Perdas das Sociedades Anónimas*. Coimbra: Almedina.
- Gomez, P. (1996). *Le Gouvernement de l'Entreprise et Pratiques de Gestion*. Paris: InterEditions.
- Gomez, P. (2001). *La République des Actionnaires: Le Gouvernement des Entreprises, entre Démocratie et Démagogie*. Paris: Syros.
- Grossman, S., Hart, O. (1986). "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration". *Journal of Political Economics*, 94 (4), 691-719.
- Guest, P. (2008). "The Determinants of Board Size and Composition: Evidence from the UK". *Journal of Corporate Finance*, 14 (1), 51-72.

- Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B. (2004). "Corporate Governance and Globalization". *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (1), 129-156.
- Gupta, P. (2003). "A Study of Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian, Japanese and South Korean Companies". [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2219848>.
- Hall, T., Jorgensen, F. (2012). "Ownership and Performance in Europe". [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2165948>.
- Haque, F., Arun, T., Kirkpatrick, C. (2014). "Corporate Governance and Financial Performance: A Developing Economy Perspective". [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2511561>.
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Clarendon Press.
- Hart, O., Moore, J. (1990). "Property Rights and the Nature of the Firm". *Journal of Political Economy*, 98 (6), 1119-1158.
- Hayek, F. (1945). "The Use of Knowledge in Society". *The American Economic Review*, 35 (4), 519-530.
- Heidrick & Struggles Internacional, Inc. (2009). "Corporate Governance Report 2009 – Boards in Turbulent Times". [on-line] disponível em: <http://tomodomo.net/downloads/heidrickcg09screen.pdf>.
- Heidrick & Struggles Internacional, Inc. (2011). "European Corporate Governance Report 2011 – Challenging Board Performance". [on-line] disponível em: http://www.heidrick.com/~media/Publications%20and%20Reports/HS_EuropeanCorpGovRpt2011.pdf.
- Heidrick & Struggles Internacional, Inc. (2014). "Corporate Governance – Benchmarks 2014 – Towards Dynamic Governance 2014 – European Corporate Governance Report". [on-line] disponível em: <http://www.heidrick.com/~media/Publications%20and%20Reports/European-Corporate-Governance-Report-2014-Towards-Dynamic-Governance.pdf>.
- Higgs, D. (2003). *Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors – The Higgs Report*. [on-line] disponível em: <http://www.ecgi.org/codes/documents/higgsreport.pdf>.
- Hill, C., Snell, S. (1989). "Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity". *Academy of Management Journal*, 32 (1), 25-46.
- Hitt, M., Ireland, R., Hoskisson, R. (2001). *Strategic Management: Competitiveness and Globalization (4th Ed.)*. USA: South-Western College Publishing.

Holtz, L., Neto, A. (2013). “Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil”. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25 (66), 255-266.

Hu, H., Tam, O., Tan, M. (2009). “Internal Governance Mechanisms and Firm Performance in China”. *Asia Pacific Journal of Management*, 27 (4), 727-749.

Ikaheimo, S., Putonen, V., Ratilainen, T. (2011). “External Corporate Governance and Performance: Evidence from the Nordic Countries”. *The European Journal of Finance*, 17 (5), 427-450.

Iman, M., Malik, M. (2007). “Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market”. *International Review of Business Research Papers*, 3 (4), 88-110.

Instituto Português de Corporate Governance (2011). “Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance – Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas”. Publicações do IPCG.

Instituto Português de Corporate Governance (2014). “Código de Governo das sociedades”. [on-line] disponível em: <http://www.cgov.pt/index.php> .

Jackling, B., Johl, S. (2009). “Board Structure and Firm Performance: Evidence from India’s Top Companies”. *Corporate Governance: An International Review*, 17 (4), 492-509.

Jensen, M. (1986). “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.

Jensen, M. (1993). “The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems”. *Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.

Jensen, M. (2001). “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22 (1), 32-43.

Jensen, M. (2004). “Agency Costs of Overvalued Equity”. *European Corporate Governance Institute Finance Working Paper n° 04-26*. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=480421> .

Jensen, M., Meckling, W. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Jensen, M., Murphy, K. (1990). “CEO Incentives – It’s Not How Much You Pay, But How”. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22 (1), 64-77.

- Jensen, M., Ruback, R. (1983). "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence". *Journal of Financial Economics*, 11 (1-4), 5-50.
- Joffre, P. (1999). "l'Economie des Coûts de Transaction ou le Marché et l'Entreprise à la fin du XXè Siècle", in Koenig, G. (1999) *De Nouvelles Théories pour Gérer l'Entreprise du XXIè Siècle*. Paris: Economica.
- Joly, K., Moingeon, B. (2001). *Gouvernement d'Entreprise: Débats Théoriques et Pratiques*. Ellipses.
- Kang, H., Cheng, M., Gray, S. (2007). "Corporate Governance and Board Composition: Diversity and Independence of Australian Boards". *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 194-207.
- Kang, S., Kim, Y. (2011). "Does Earnings Management Amplify the Association Between Corporate Governance and Firm Performance?: Evidence from Korea". *The International Business & Economics Research Journal*, 10 (2), 53-66.
- Kaplan, R., Norton, D. (1992). "The Balanced Scorecard – Measures that Drive Performance". *Harvard Business Review*, JAN-FEB, 71-79.
- Kocmanova, A., Simberova, I. (2012). "Modelling of Corporate Governance Performance Indicators". *Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*, 23 (5), 485-495.
- Krivogorsky, V. (2006). "Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe". *The International Journal of Accounting*, 41 (2), 176-197.
- Kumar, N., Singh, J. (2012). "Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India". *Asian Journal of Finance & Accounting*, 4 (2), 39-55.
- Lang, L., Stulz, R. (1994). "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance". *Journal of Political Economy*, 102 (6), 1248-1280.
- Larcker, D., Richardson, S., Tuna, I. (2007). "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance". *The Accounting Review*, 82 (4), 963-1008.
- Lebas, M., Euske, K. (2002). "A Conceptual and Operational Delineation of Performance", in Neely, A. (2ndEd) (2007) *Business Performance Measurement – Unifying Theory and Integrating Practice*, 125-139. Cambridge: Cambridge University Press.
- Lee, S. (2012). "Corporate Governance, Financial Slack and Firm Performance: A Comparative Study between US and UK". *Seoul Journal of Business*, 18 (1), 1-23.

Leech, D., Manjón, M. (2010). “Corporate governance and game theoretic analyses of shareholder power: the case of Spain”. *Applied Economics*, 35 (7), 847-858.

Lehn, K., Patro, S., Zhao, M. (2003). “Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards”. *Financial Management*, 38. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=470675> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.470675>.

Linck, J., Netter, J., Yang, T. (2008) “The Determinants of Board Structure”. *Journal of Financial Economics*, 87, 308-328.

Lipton, M., Lorsch, J. (1992). “A Modest Proposal for Improved Corporate Governance”. *Business Lawyer*, 48, 59-77.

Llewellyn, K. (1931). “What Price Contract? An Essay in Perspective”. *The Yale Law Journal*, 40 (5), 704-751.

Lynall, M., Golden, B., Hillman, A. (2003). “Board Composition from Adolescence to Maturity: A Multitheoretic View”. *Academy of Management Review*, 28 (3), 416-431.

Mak, Y., Kusnadi, Y. (2002). “Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value”. *National University of Singapore Business School Working Paper*. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=303505> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303505>.

Manthorpe, R. (2008). “Tomorrow’s Investor”. *Royal Society for the Encouragement of Arts, Manufactures and Commerce Publication*. [on-line] disponível em: <https://www.thersa.org/discover/publications-and-articles/reports/tomorrows-investor-report/Download>.

Martynova, M., Renneboog, L. (2011). “Evidence on the International Evolution and Convergence of Corporate Governance Regulations”. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1531-1557.

Maury, B. (2006). “Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations”. *Journal of Corporate Finance*, 12, 321-341.

Mayer, C. (1996). “Corporate Governance, Competition and Performance”. *OCDE - Economic Department Working Papers*, 164.

Melo, M., Andrade, C., Pereira, F., Shiawaku, E., Júnior, V. (2009). “A Lei Sarbanes-Oxley no Conceito de Governança Corporativa”. *V Congresso Nacional de Excelência em Gestão*. Niterói: Jul2009.

- Meyer, M. (2007). "Finding Performance: The New Discipline in Management", in Neely, A. (2ªEd) (2007) *Business Performance Measurement – Unifying Theory and Integrating Practice*, 113-124. Cambridge: Cambridge University Press.
- Mollah, S., Farooque, O., Karim, W. (2012). "Ownership structure, corporate governance and firm performance. Evidence from an African emerging market". *Studies in Economics and Finance*, 29 (4), 301-319.
- Morck, R., Nakamura, M., Shivdasani, A. (2000) "Banks, Ownership Structure and Firm Value in Japan". *Journal of Business*, 73, 539-567.
- Murphy, K. (1998). "Executive Compensation". [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=163914> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.163914>.
- Narayanaswamy, R., Raghunandan, K., Rama, D. (2012). "Corporate Governance in the Indian Context". *Accounting Horizons*, 26 (3), 583-599.
- Nascimento, C., Franco, L., Cherobim, A. (2012). "Associação entre Remuneração Variável e Indicadores Financeiros: Evidências do Setor Elétrico". *Revista Universo Contábil*, 8 (1), 22-36.
- Nascimento, R. (2009). "A Remuneração dos Administradores e o Desempenho da Empresa: O Caso Português". *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 32, 73-93.
- Nash, J. (1950). "Non-Cooperative Games". *The Annals of Mathematics, Second Series*, 54 (2), 286-295.
- Neely, A., Adams, C. (2001). "Perspectives on Performance: The Performance Prism". *Journal of Cost Management*, 15 (1), 7-15.
- Neely, A., Adams, C., Crowe, P. (2001). "The Performance Prism in Practice". *Measuring Business Excellence*, 5 (2), 6-12.
- Neely, A., Bourne, M., Mills, J., Platts, K. (2003). "Implementing Performance Measurement Systems: a Literature Review". *International Journal of Business Performance Management*, 5 (1), 1-24.
- Neely, A., Gregory, M., Platts, K. (2005). "Performance Measurement System Design: a Literature Review and Research Agenda". *International Journal of Operations & Production Management*, 25 (12), 1228-1263.
- Neves, J. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa (2ª Ed.)*. Alfragide: Texto Editores Lda.

North, D. (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press.

Nourayi, M., Kalbers, L., Daroca, F. (2012). “The Impact of Corporate Governance and the Sarbanes-Oxley Act on CEO Compensation”. *The Journal of Applied Business Research*, 28 (3), 463-479.

Ntim, C. (2013). “An Integrated Corporate Governance Framework and Financial Performance in South African Listed Corporations”. *South African Journal of Economics*, 81 (3), 373-392.

Nudurupati, S., Bititci, U., Kumar, V., Chan, F. (2011). “State of the art literature review on performance measurement”. *Computers & Industrial Engineering*, 60, 279-290.

O’Connell, V., Cramer, N. (2010). “The Relationship Between Firm Performance and Board Characteristics in Ireland”. *European Management Journal*, 28, 387-399.

OCDE (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das sociedades*. [on-line] disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>.

OCDE (2015). “StatExtracts”. [on-line] disponível em: <http://stats.oecd.org/>.

Oliveira, H., Castro, E., Teixeira, A., Cunha, C. (2004). “A Teoria da Agência e a Lei Sarbanes-Oxley”. *X Congresso de Contabilidade*, ISCAL. Lisboa Nov2004.

Olsen, H. (2012). “Executive Pay Determination and Firm Performance – Empirical Evidence from a Compressed Wage Environment”. *The Manchester School*, 80 (3), 355-376.

Osma, B., Albornoz, B. (2005). *El Gobierno Corporativo Y las Prácticas de Earnings Management: Evidencia Empírica en España*. Castellón de la Plana: Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas SA.

Pearce, J., Zahra, S. (1992). “Board Composition from a Strategic Contingency Perspective”. *Journal of Management Studies*, 29 (4), 411-438.

Pérez, R. (2003). *La Gouvernance de l’Entreprise*. Paris: La Découverte.

Pérez, R. (2004). “La Diversité des Modèles de Gouvernance d’Entreprises en Europe: Situation, Évolution et Perspectives”. *L’Option, Dossier – Vers des Identités Européennes d’Entreprises*, 19.

Pergola, T., Joseph, G. (2009). “Corporate Governance and Board Equity Ownership”. *Corporate Governance*, 11 (2), 200-213.

Pinto, J., et al. (2013). *A Emergência e o Futuro do Corporate Governance em Portugal*. Coimbra: Edições Almedina SA.

Price, R., Róman, F., Rountree, B. (2011). “The impact of governance reform on performance and transparency”. *Journal of Financial Economics*, 99, 76-96.

Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 – *Sarbanes-Oxley Act of 2002*. [on-line] disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf> .

Reyna, J., Vásquez, R., Valdés, A. (2012). “Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico”. *International Business Research*, 5 (11), 12-27.

Riotto, J. (2008). “Understanding the Sarbanes-Oxley Act – A valued added approach for public interest”. *Critical Perspectives on Accounting*, 19, 952-962.

RiskMetrics Group (2009). “Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States”. *Contract NO.ETD/2008/IM/F2/126 – European Union*. [on-line] disponível em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/ecgforum/studies_en.htm .

Rodrigues, J. (2008). *Corporate Governance: Uma Introdução*. Lisboa: Edições Pedagogo Lda.

Rodrigues, J. (2009). *Corporate Governance Retomar a Confiança Perdida*. Lisboa: Escolar Editora.

Rodrigues, J., Seabra, F. (2011a). “Conselho de Administração. Que Funções?”. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, JAN/JUN2011, 2-12.

Rodrigues, J., Seabra, F. (2011b). “Remuneração dos Administradores dos Bancos Portugueses do PSI20”. *Revista Universo Contábil*, 7 (2), 130-145.

Rodríguez, A., Francés, P. (2000). “El Gobierno de las Sociedades Cotizadas en España”. *Papeles de Ética, Economía y Dirección*, 5, 1-15.

Ross, S. (1973). “The Economic Theory of Agency: The Principal’s Problem”. *American Economic Review*, 63 (2), 134-139.

Rossoni, L., Machado-da-Silva, C. (2013). “Legitimidade, Governança Corporativa e Desempenho: Análise das Empresas da BM&F Bovespa”. *Revista de Administração de Empresas*, 53 (3), 272-289.

Samaratunge, R., Pillay, S. (2011). “Governance in Developing Countries: Sri Lanka and South Africa Compared”. *International Journal of Public Administration*, 34 (6), 389-398.

- Santos, C. (2007). *Estatística Descritiva – Manual de Auto-aprendizagem*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Santos, J. (1999). “Todos os Gestores Sabem Teorias da Empresa”, in Cunha, M. (1999) *Teoria Organizacional: Perspectivas e Prospectivas*, 15-46. Lisboa: Publicações D. Quixote.
- Santos, J., Costa, F. (2011). “Corporate Governance: Marcos Históricos e a Actualidade em Portugal”. *XIII Congresso de Contabilidade e Auditoria – A Change in Management – ACIM 2011*. [on-line] disponível em: <http://hdl.handle.net/10773/7201> .
- Santos, J., Vieira, E. (2002). “Corporate Governance: Análise Comparativa das Práticas Aconselhadas na Península Ibérica”. *IX Congresso de Contabilidade – A Dinâmica do Mundo e da Contabilidade*. [on-line] disponível em: <http://hdl.handle.net/10773/7206> .
- Schimdt, F. (2002). “Voting Rights, Private Benefits, and Takeovers”. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84 (1), 35-46.
- Schnyder, G. (2012). “Varieties of Insider Corporate Governance: The Determinants of Business Preferences and Corporate Governance Reform in the Netherlands, Sweden and Switzerland”. *Journal of European Public Policy*, 19 (9), 1434-1451.
- Schultz, E., Tan, D., Walsh, K. (2010). “Endogeneity and the Corporate Governance – Performance Relation”. *Australian Journal of Management*, 35 (2), 145-163.
- Selznick, P. (1949). “TVA and the Grass Roots; A Study in the Sociology of Formal Organization”. *The American Political Science Review*, 43 (5), 1031-1033.
- Shan, Y., McIver, R. (2011). “Corporate Governance mechanisms and financial performance in China: panel data evidence on listed non-financial companies”. *Asian Pacific Business Review*, 17 (3), 301-324.
- Shleifer, A., Vishny, R. (1997). “A Survey of Corporate Governance”. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., Monteiro, M. (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance*. Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.
- Silva, F. (2009). “Códigos de Governo Societário: Does One Size Fit All?”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 33, 40-71.
- Silva, J. (2004). “O Action Plan da Comissão Europeia e o Contexto da Corporate Governance no Início do Séc. XXI”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 18, 72-80.

Silva, P. (2013). “Factores que Influenciam o Cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das sociedades Cotadas em Portugal”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 46, 62-87.

Silveira, A. (2002). “Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Firma no Brasil”. *Dissertação de Mestrado em Administração da Universidade de São Paulo*. [on-line] disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-04122002-102056/pt-br.php>.

Silveira, A. (2004). “Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil”. *Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo*. [on-line] disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>.

Silveira, A., Barros, L., Famá, R. (2003). “Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico”. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10 (1), 57-71.

Silveira, A., Barros, L., Fama, R. (2005). “A Qualidade da Governança Corporativa Influencia o Valor das Companhias Abertas no Brasil?”. in Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ANPAD. [on-line] disponível em: http://www.anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_2005/FIC/2005_FICA556.pdf.

Silveira, A., Saito, R. (2008). “Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade”. *Revista de Administração de Empresas*, 48 (2), 79-86.

Silveira, A., Yoshinaga, C., Borba, P. (2005). “Crítica à Teoria dos Stakeholders como Função-Objectivo Corporativa”. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 12 (1), 33-42.

Simon, H. (1947). *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organizations (4th Ed.)*. New York: Free Press.

Simon, H. (1951). “A Formal Theory of the Employment Relationship”. *Econometrica*, 19 (3), 293-305.

Smith, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London. [on-line] disponível em: <http://political-economy.com/wealth-of-nations-adam-smith/>.

Soares, P. (2011). “Controlo Interno de Alto Nível e Governo Societário”. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, 38, 146-168.

Su, D., He, X. (2012). “Ownership Structure, Corporate Governance and Productive Efficiency in China”. *J Prod Anal*, 38, 303-318.

- Sueyoshi, T., Goto, M., Omi, Y. (2010). "Corporate governance and firm performance: Evidence from Japanese manufacturing industries after the lost decade". *European Journal of Operational Research*, 203, 724-736.
- Switzer, L. (2007). "Corporate Governance, Sarbanes-Oxley, and Small-cap Firm Performance". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 651-666.
- Tam, O., Tan, M. (2007). "Ownership, Governance and Firm Performance in Malaysia". *Corporate Governance: An International Review*, 15 (2), 208-222.
- Tavares, A. (2012). "Incumprimento das Recomendações de Governo das sociedades em Portugal". Dissertação de Mestrado: Universidade de Aveiro. [on-line] disponível em: <http://hdl.handle.net/10773/10978>.
- Thrikawala, S., Locke, S., Reddy, K. (2013). "Corporate Governance – Performance Relationship in Microfinance Institutions (MIFs)". *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5 (1), 160-182.
- Tricker, R. (2012). *Corporate Governance – Principles, Policies and Practices (2nd Ed.)*. Hampshire: Oxford University Press.
- US Securities and Exchange Commission (1933). *Securities Act of 1933*. [on-line] disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>.
- US Securities and Exchange Commission (1934). *Securities Exchange Act of 1934*. [on-line] disponível em: <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.
- Vakkur, N., McAfee, R., Kipperman, F. (2010). "The Unintended Effects of the Sarbanes-Oxley Act of 2002". *Research in Accounting Regulation*, 22, 18-28.
- Valenti, M., Luce, R., Mayfield, C. (2011). "The effects of firm performance on corporate governance". *Management Research Review*, 34 (3), 266-283.
- Viet, P. (2013). "Board Structure and Corporate Financial Performance: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms". *The Bulletin of the Graduate School of Commerce – Waseda University*, 78, 205-231. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2401616>.
- Vintilă, G., Gherghina, S. (2012). "An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Governance Ratings and Listed Companies' Performance". *International Journal of Business and Management*, 22 (7), 46-60.

- Vogt, D., Maniam, B., Leavell, H. (2013). "Historical Perspectives of Corporate Governance: Have the Increased Regulations Changed Corporate America?". *The Journal of American Business Review*, 1 (2), 12-18.
- Wang, C. (2014). "Does Independent Board of Directors Really Make a Difference? Evaluating the Treatment Effects of Increased Board Independence Requirements on Corporate Performance". [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2535761> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2535761>.
- Weimer, J., Pape, J. (1999). "A Taxonomy of Systems of Corporate Governance". *Corporate Governance*, 7 (2), 152-166.
- Weir, C., Laing, D., Mcknight, P. (2001). "An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms". [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=286440> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.286440>.
- Wells, J. (2014). *Principles of Fraud Examination, (4th Ed.)*. Wiley & Sons Incorporated.
- Williamson, O. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.
- Williamson, O. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*. New York: Free Press.
- Williamson, O. (1991). "Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Alternative". *Administrative Science Quarterly*, 36 (2), 269-296.
- Williamson, O. (1994). "Visible and Invisible Governance". *The American Economic Review*, 84 (2), 323-326.
- Williamson, O. (2007). "Transaction Costs Economics: An Introduction". [on-line] disponível em: www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers.
- Williamson, O. (2010). "Transaction Cost Economics: The Natural Progression." *American Economic Review*, 100 (3): 673-90.
- Xu, X., Wang, Y. (1997). "Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies". *World Bank Policy Working Paper n° 1794*. [on-line] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=45303>.

Yermarck, D. (1996). "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*, 40 (3), 185-211.

Yoshikawa, T., Rasheed, A. (2009). "Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions". *Corporate Governance*, 17 (3), 388-404.

Zingales, L. (1994). "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience". *Review of Financial Studies*, 7 (1), 125-148.

Zingales, L. (1998). "Corporate Governance". *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*. [online] disponível em: <http://ssrn.com/abstract=46906> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.46906>.

Zingales, L. (2000). "In Search of New Foundations". *Journal of Finance*, 55 (4), 1623-1653.

Apêndice I – Listagem cronológica de códigos, recomendações e algumas normas dos EUA, da OCDE e dos países membros da UE.

ORIGEM	ANO	DOCUMENTO	FONTE
Portugal	1999	Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2001	Regulamento nº 7/2001 da CMVM – governo das sociedades cotadas	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2003	Regulamento nº 11/2003 da CMVM – governo das sociedades cotadas	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2003	Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2004	Regulamento nº 4/2004 da CMVM – deveres de informação	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2005	Regulamento nº 10/2005 da CMVM – governo das sociedades cotadas	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2006	Livro Branco sobre corporate governance em Portugal	IPCG – Instituto Português de Corporate Governance
	2006	Regulamento nº 3/2006 da CMVM – ofertas e emitentes	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2007	Recomendação nº X/2007 da CMVM – código de governo das sociedades – ante-projeto para discussão pública	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2007	Código de governo das sociedades	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2007	Regulamento nº 1/2007 da CMVM – governo das sociedades cotadas	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2010	Regulamento nº 1/2010 da CMVM – governo das sociedades cotadas	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2010	Código de governo das sociedades da CMVM (recomendações)	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2011	Cadernos do IPCG sobre corporate governance – boas práticas dos órgãos de administração das sociedades cotadas	IPCG – Instituto Português de Corporate Governance
	2012	Código de governo das sociedades	IPCG – Instituto Português de Corporate Governance
	2013	Regulamento nº 4/2013 da CMVM – governo das sociedades cotadas	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2013	Código de governo das sociedades da CMVM (recomendações)	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
	2014	Código de governo das sociedades	IPCG – Instituto Português de Corporate Governance

Espanha	1996	Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los consejos de administración	Círculo de Empresarios
	1998	El Gobierno de las Sociedades Cotizadas	Comisión Olivencia – Comisión especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades
	2003	Informe de la Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas	Comisión Aldama – Comisión especial para la transparencia y seguridad de los mercados financieros y sociedades cotizadas
	2004	Decálogo del Directivo	IEAF – Instituto Español de Analistas Financieros
	2004	Principios de buen gobierno corporativo	IC-A – Instituto de Consejeros Administradores
	2005	Principios de buen gobierno corporativo para empresas no cotizadas	IC-A – Instituto de Consejeros Administradores
	2006	Proyecto de código unificado de recomendaciones sobre buen gobierno de las sociedades cotizadas	CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores
	2006	Código de ética para empresas	IC-A – Instituto de Consejeros Administradores
	2006	Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas	CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores
	2013	Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas	CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores
	2013	Estudio sobre propuestas de modificaciones normativas de la comisión de expertos en materia de gobierno corporativo	Comisión de Expertos en materia de Gobierno Corporativo
Áustria	2002	Austrian Code of Corporate Governance	Austrian Working Group for Corporate Governance
	2005	Austrian Code of Corporate Governance (as amended on 22FEB2005)	Austrian Working Group for Corporate Governance
	2006	Austrian Code of Corporate Governance (as amended in January 2006)	Austrian Working Group for Corporate Governance
	2007	Austrian Code of Corporate Governance (amended 2007)	Austrian Working Group for Corporate Governance
	2009	Austrian Code of Corporate Governance	Austrian Working Group for Corporate Governance
	2012	Austrian Code of Corporate Governance (revised January 2012)	Austrian Working Group for Corporate Governance
	2012	Austrian Code of Corporate Governance (revised July 2012)	Austrian Working Group for Corporate Governance
Bulgaria	2007	Bulgarian National Code for Corporate Governance	Bulgarian Stock Exchange
	2012	Bulgarian Code for Corporate Governance	Bulgarian Stock Exchange

Croácia	2009	Code of Corporate Governance	Zagreb Stock Exchange
	2010	Corporate Governance Code	Zagreb Stock Exchange
Chipre	2002	Corporate Governance Code	Cyprus Stock Exchange
	2003	Addendum of the Corporate Governance Code	Cyprus Stock Exchange
	2006	Cyprus Corporate Governance Code (2 nd edition)	Cyprus Stock Exchange
	2009	Corporate Governance Code (3 rd edition)	Cyprus Stock Exchange
	2012	Corporate Governance Code (3 rd edition – amended)	Cyprus Stock Exchange
República Checa	2001	Revised Corporate Governance Code (based on OECD principles 2001)	Czech Securities Commission
	2004	Corporate Governance Code based on the OECD Principles	Czech Securities Commission
Dinamarca	2000	Guidelines on Good Management of a Listed Company (Corporate Governance)	Danish Shareholders Association
	2001	The Nørby Committee's Report on Corporate Governance in Denmark	Copenhagen Stock Exchange
	2003	Report on Corporate Governance in Denmark	Copenhagen Stock Exchange Committee on Corporate Governance
	2005	Revised recommendations for Corporate Governance in Denmark	Copenhagen Stock Exchange Committee on Corporate Governance
	2008	Recommendations for Corporate Governance of August 15, 2005, section VI revised by February 6, 2008	Committee on Corporate Governance
	2008	Active ownership and transparency in private equity funds: guidelines for responsible ownership and good corporate governance	DVCA – Danish Venture Capital and Private Equity Association
	2010	Recommendations on Corporate Governance	Committee on Corporate Governance
	2011	Recommendations on Corporate Governance	Committee on Corporate Governance
	2013	Recommendations on Corporate Governance	Committee on Corporate Governance
Estónia	2006	Corporate Governance Recommendations	Financial Supervision Authority Tallinn Stock Exchange
Finlândia	2003	Corporate Governance Recommendations for Listed Companies	HEX Plc – Central Chamber of Commerce of Finland Confederation of Finnish Industry and Employers
	2006	Improving Corporate Governance of Unlisted Companies	Central Chamber of Commerce of Finland
	2008	Proposal for an updated Finnish Corporate Governance Code	Securities Market Association
	2008	Finnish Corporate Governance Code 2008	Securities Market Association
	2010	Finnish Corporate Governance Code 2010	Securities Market Association

França	1995	Vienot I – Le Conseil D’administration des Sociétés Cotées	CNPF – Conseil National du Patronat Français AFEP – Association Française des Entreprises Privées
	1998	Recommandations sur le Gouvernement D’Entreprise	AFG – Association Française de la Gestion Financière
	1999	Vienot II – Rapport du Comite sur le Gouvernement D’Entreprise	AFEP – Association Française des Entreprises Privées MEDEF – Mouvement des Entreprises de France
	2002	Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées	AFEP – Association Française des Entreprises Privées MEDEF – Mouvement des Entreprises de France
	2003	Le gouvernement d’entreprise des sociétés cotées	AFEP – Association Française des Entreprises Privées MEDEF – Mouvement des Entreprises de France
	2004	Recommandations sur le Gouvernement D’Entreprise	AFG – Association Française de la Gestion Financière
	2008	Recommandations sur le Gouvernement D’Entreprise	AFG – Association Française de la Gestion Financière
	2008	Code de Gouvernement D’Entreprise des Sociétés Cotées	MEDEF – Mouvement des Entreprises de France
	2009	Code de Gouvernement D’Entreprise pour les valeurs moyennes et petites	Middle Next
	2010	Recommandations sur le Gouvernement D’Entreprise	AFG – Association Française de la Gestion Financière
	2010	Code de Gouvernement D’Entreprise des Sociétés Cotées	AFEP – Association Française des Entreprises Privées MEDEF – Mouvement des Entreprises de France
	2011	Recommandations sur le Gouvernement D’Entreprise	AFG – Association Française de la Gestion Financière
	2013	Code de Gouvernement D’Entreprise des Sociétés Cotées	AFEP – Association Française des Entreprises Privées MEDEF – Mouvement des Entreprises de France
Roménia	2000	Corporate Governance Code in Romania	International Center for Entrepreneurial Studies
	2009	Corporate Governance Code	Bucharest Stock Exchange
Alemanha	1998	Gesetz zur kontrolle und transparenz im unternehmensbereich (KonTraG)	German Ministry of Justice
	1998	DSW Guidelines	Deutsche Schutzvereinigung fur Wertpapierbesitz
	2000	Corporate Governance Rules for German Quoted Companies	German Panel on Corporate Governance
	2000	German Code of Corporate Governance (GCCG)	Berliner Initiativkreis
	2001	Baums Commission Report (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance)	Government Commission on the German Corporate Governance Code

Alemanha	2002	The German Corporate Governance Code (The Cromme Code)	Government Commission on the German Corporate Governance Code
	2003	Amendment to the German Corporate Governance Code (The Cromme Code)	Government Commission on the German Corporate Governance Code
	2005	Corporate Governance Code for Asset Management Companies	German Working Group on Corporate Governance for Asset Managers
	2005	Amendment to the German Corporate Governance Code (The Cromme Code)	Government Commission on the German Corporate Governance Code
	2006	Amendment to the German Corporate Governance Code (The Cromme Code)	Government Commission on the German Corporate Governance Code
	2007	German Corporate Governance Code as amended 14 June 2007	Government Commission on the German Corporate Governance Code
	2008	German Corporate Governance Code as amended 6 June 2008	Government Commission on the German Corporate Governance Code
	2009	German Corporate Governance Code as amended 18 June 2009	Government Commission on the German Corporate Governance Code
	2010	German Corporate Governance Code as amended 26 May 2010	Government Commission on the German Corporate Governance Code
	2012	German Corporate Governance Code as amended 15 May 2012	Government Commission on the German Corporate Governance Code
2013	German Corporate Governance Code as amended 13 May 2013	Government Commission on the German Corporate Governance Code	
Grécia	1999	Principles on Corporate Governance in Greece: Recommendations for its Competitive Transformation	Committee on Corporate Governance in Greece – Capital Market Commission
	2001	Principles of Corporate Governance	Federation of Greek Industries
	2010	Corporate Governance Code: Listed Companies Consultation draft	SEV – Hellenic Federation of Enterprises
	2013	Hellenic Corporate Governance Code for Listed Companies	Hellenic Corporate Governance Council
Hungria	2002	Corporate Governance Recommendations	Budapest Stock Exchange
	2007	Corporate Governance Recommendations	Budapest Stock Exchange
	2008	Corporate Governance Recommendations	Budapest Stock Exchange
	2012	Corporate Governance Recommendations	Budapest Stock Exchange
Irlanda	1999	Corporate Governance, Share Option and Other Incentive Schemes	Irish Association of Investment Managers
	2007	Corporate Governance for Reinsurance Undertakings	Central Bank of Ireland
	2008	Irish Development NGOs Code of Corporate Governance	CGAI – The Corporate Governance Association of Ireland Dochas – The Irish Association of Non Governmental Development Organizations

Irlanda	2010	Corporate Governance Code for Credit Institutions and Insurance Undertakings	Central Bank of Ireland
	2010	Code for Corporate Governance for Independent Directors of Investment Funds	CGAI – The Corporate Governance Association of Ireland
	2010	Corporate Governance Code for Irish Domiciled Collective Investment Schemes	IFIA – Irish Funds Industry Association
	2011	Corporate Governance Code for Collective Investment Schemes and Management Companies	IFIA – Irish Funds Industry Association
	2012	Code of Practice for Good Governance of Community Voluntary and Charitable Organizations in Ireland	Boardmatch Ireland Business in the Community Ireland Carmichael Centre for Voluntary Groups Clann Credo – the social investment fund The Disability Federation of Ireland ICTR Volunteer Ireland The Wheel
2013	Corporate Governance Code for Credit Institutions and Insurance Undertakings 2013	Central Bank of Ireland	
Itália	1998	Testo unico sulle disposizioni in materia di intermediazione	Law reform based on Draghi proposals
	1999	Rapporto Codice di Autodisciplina (The Preda Code)	Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate – Borsa Italiana S.p.A.
	2002	Il Codice di Autodisciplina delle Società Quotate Rivisitato	Comitato per la Corporate Governance delle Società Quotate – Borsa Italiana S.p.A.
	2004	Guida alla compilazione della relazione sulla Corporate Governance	Assonime – Associazione fra le società italiane per azioni
	2006	Codice di Autodisciplina	Comitato per la Corporate Governance – Borsa Italiana S.p.A.
	2008	Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche	Banca d'Italia
	2011	Codice di Autodisciplina	Comitato per la Corporate Governance – Borsa Italiana S.p.A.
Letónia	2005	Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation	Riga Stock Exchange
	2010	Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation	NASDAQ OMX Riga
Lituânia	2003	Corporate Governance Code for the Companies listed on the National Stock Exchange of Lithuania	NSEL – National Stock Exchange of Lithuania
	2010	Corporate Governance Code for the Companies listed on NASDAQ OMX Vilnius	NASDAQ OMX Vilnius
Luxemburgo	2006	Gouvernance d'entreprise – Les dix principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg	Bourse de Luxembourg

Luxemburgo	2009	ALFI Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds	Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement
	2009	Gouvernance d'entreprise – Les dix principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg	Bourse de Luxembourg
	2013	Gouvernance d'entreprise – Les X principes de gouvernance d'entreprise de la Bourse de Luxembourg 3 ^e édition-version révisée	Bourse de Luxembourg
	2013	ALFI Code of Conduct for Luxembourg Investment Funds	Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement
Eslováquia	2002	Corporate Governance Code (based on the OECD principles)	Bratislava Stock Exchange
	2008	Corporate Governance Code for Slovakia	Central European Corporate Governance Association
Malta	2001	Principles of Good Corporate Governance	Malta Stock Exchange
	2005	Principles of Good Corporate Governance for Public Interest Companies	MFSA – Malta Financial Services Authority
	2005	Principles of Good Corporate Governance: Revised Code for Issuers of Listed Securities	MFSA – Malta Financial Services Authority
Polónia	2002	The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies (The Gdansk Code)	Polish Corporate Governance Forum
	2002	Best Practices in Public Companies in 2002	Polish Corporate Governance Forum
	2004	Best Practices in Public Companies in 2005	Best Practices Committee of Warsaw Stock Exchange Polish Corporate Governance Forum
	2007	Code of Best Practice for WSE Listed Companies	Warsaw Stock Exchange
	2010	Code of Best Practice for WSE Listed Companies	Warsaw Stock Exchange
	2012	Code of Best Practice for WSE Listed Companies	Warsaw Stock Exchange
Eslovénia	2004	Corporate Governance Code	Ljubljana Stock Exchange Association Superv. Board Members of Slovenia Managers' Association of Slovenia
	2005	Corporate Governance Code	Ljubljana Stock Exchange Association Superv. Board Members of Slovenia Managers' Association of Slovenia
	2007	Corporate Governance Code (amended 5 February 2007)	Ljubljana Stock Exchange Association Superv. Board Members of Slovenia Managers' Association of Slovenia
	2009	Corporate Governance Code	Ljubljana Stock Exchange Association Superv. Board Members of Slovenia Managers' Association of Slovenia

Suécia	2001	Corporate Governance Policy	Sveriges Aktiesparares Riksforbund (Swedish Shareholders' Association)
	2003	NBK Recommendations	Swedish Industry and Commerce Stock Exchange Committee (Naringslivets Borskommitte – NBK)
	2004	Swedish Code of Corporate Governance – A Proposal by the Code Group	Swedish Code Group
	2004	Swedish Code of Corporate Governance – Report of the Code Group	Swedish Code Group
	2007	Swedish Code of Corporate Governance	Swedish Corporate Governance Board
	2008	Swedish Code of Corporate Governance	Swedish Corporate Governance Board
	2010	The Swedish Code of Corporate Governance	Swedish Corporate Governance Board
Holanda	1997	Peters Report & Recommendations, Corporate Governance in the Netherlands	Committee on Corporate Governance
	2000	Government Governance; Corporate Governance in the public sector, why and how?	DAR - Netherlands Ministry of Finance Government Audit Policy Directorate
	2001	SCGOP Handbook of Corporate Governance	Foundation for Corporate Governance Research for Pension Funds (SCGOP – Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensiofondsen)
	2003	Draft Corporate Governance Code	Corporate Governance Committee chaired by Mr. Morris Tabaksblat
	2003	The Dutch Corporate Governance Code (The Tabaksblat Code)	Corporate Governance Committee chaired by Mr. Morris Tabaksblat
	2004	Manual Corporate Governance SCGOP	Foundation for Corporate Governance Research for Pension Funds (SCGOP – Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensiofondsen)
	2008	Dutch Corporate Governance Code	Dutch Corporate Governance Code Monitoring Committee
	2009	Banking Code	NVB – Nederlandse Vereniging van Banken
	2010	Governance Principles for Insurance Companies	Verbond van Verzekeraars
Bélgica	1998	Corporate Governance - Recommendations	Federation of Belgian Enterprises
	1998	Corporate Governance pour les sociétés belges cotées (The Cardon Report)	Commission Bancaire et Financiere de Bourse de Bruxelles
	1999	Manuel de Reporting Corporate Governance	Commission Bancaire et Financiere de Bourse de Bruxelles
	2000	Director's Charter	Fondation des Administrateurs (Directors Foundation)
	2004	Projet de Code Belge de Gouvernance d'Entreprise	Commission Corporate Governance
	2004	Le Code Belge de Gouvernance d'Entreprise	Commission Corporate Governance
	2005	Code Buisse – Corporate Governance – recommandations à l'attention des entreprises non cotées en bourse	Commission Corporate Governance pour les entreprises non cotées

Bélgica	2008	The Belgian Code on Corporate Governance – Draft 2009 Code	Belgian Corporate Governance Committee
	2009	Le Code Belge de Gouvernance d'Entreprise 2009	Commission Corporate Governance
Reino Unido	1992	Cadbury Report (The Financial Aspects of Corporate Governance)	FRC – Financial Reporting Council London Stock Exchange
	1995	Greenbury Report (Study Group on Directors' Remuneration)	CBI – Confederation of British Industry
	1998	Hampel Report (Final)	NAPF – National Association of Pension Funds London Stock Exchange CBI – Confederation of British Industry IOD – Institute of Directors CCAB – Consultative Committee of Accountancy Bodies ABI – Association of British Insurers
	1999	Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)	ICAEW – Institute of Chartered Accountants in England and Wales
	1999	The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide	KPMG Audit Committee Institute
	1999	Hermes Statement on International Voting Principles	Hermes Pensions Management Limited
	2000	The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice	FSA – Committee on Corporate Governance
	2001	Code of Good Practice	AUTIF – Association of Unit Trusts and Investment Funds
	2002	Review of the role and effectiveness of non-executive directors (consultation paper)	UK Department of Trade and Industry
	2002	The Hermes Principles	Hermes Pensions Management Limited
	2002	The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles	ABI – Association of British Insurers AITC – Association of Investment Trust Companies NAPF – National Association of Pension Funds IMA – Investment Management Association
	2003	The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors	UK Department of Trade and Industry
	2003	Audit Committees – Combined Code Guidance (The Smith Report)	FRC – Financial Reporting Council
	2003	The Combined Code on Corporate Governance	FRC – Financial Reporting Council
	2004	Corporate Governance: A Practical Guide	RMS Robson Rhodes London Stock Exchange
	2005	Good Governance: The Code of Governance for the Voluntary and Community Sector	The National Hub of Expertise in Governance
	2005	Pension Scheme Governance – fit for the 21 st century: A Discussion Paper from the NAPF	NAPF – National Association of Pension Funds

Reino Unido	2005	Corporate Governance in central government departments: Code of good practice	HM Treasury
	2005	Internal Control: Revised Guidance for Directors on the Combined Code	FRC – Financial Reporting Council
	2006	Good practice suggestions from the Higgs Report	FRC – Financial Reporting Council
	2006	The Combined Code on Corporate Governance	FRC – Financial Reporting Council
	2007	Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity	Walker Working Group (Private Equity Working group on Transparency and Disclosure)
	2008	The Combined Code on Corporate Governance	FRC – Financial Reporting Council
	2009	A review of corporate governance in UK banks and other financial entities (The Walker Review)	HM Treasury
	2009	A review of corporate governance in UK banks and other financial entities: Final recommendations (The Walker Review)	HM Treasury
	2009	2009 Review of the Combined Code: Final Report	FRC – Financial Reporting Council
	2010	The Audit Firm Governance Code	ICAEW – Institute of Chartered Accountants in England and Wales
	2010	A Stewardship Code for Institutional Investors	FRC – Financial Reporting Council
	2010	The UK Corporate Governance Code	FRC – Financial Reporting Council
	2010	The UK Stewardship Code	FRC – Financial Reporting Council
	2010	The AIC Code of Corporate Governance	The Association of Investment Companies
	2010	Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in the UK	IOD – Institute of Directors ecoDa – European Confederation of Directors’ Associations
	2011	Corporate Governance in central government departments: Code of good practice 2011	HM Treasury Cabinet Office
	2012	The UK Stewardship Code	FRC – Financial Reporting Council
	2012	The UK Corporate Governance Code	FRC – Financial Reporting Council
OCDE	1999	Principles of Corporate Governance	OECD – Organization for Economic Co-operation and Development
	2004	Principles of Corporate Governance – Draft Revised Text	OECD – Organization for Economic Co-operation and Development
	2004	OECD Principles of Corporate Governance	OECD – Organization for Economic Co-operation and Development
	2004	Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises – Draft Text	OECD – Organization for Economic Co-operation and Development
	2005	Corporate Governance of Non-Listed Companies in Emerging Markets	OECD – Organization for Economic Co-operation and Development
	2005	OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises	OECD – Organization for Economic Co-operation and Development

EUA	1987	Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting (Treadway Report)	National Commission on Fraudulent Financial Reporting
	1992	Internal Control – Integrated Approach	Committee of Sponsoring Organizations
	1997	Statement on Corporate Governance	BRT – The Business Roundtable (an association of CEO’s committed to improving public policy)
	1999	Global Corporate Governance Principles	CalPERS – California Public Employees’ Retirement System
	2001	Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism	NACD –National Association of Corporate Directors
	2002	Principles of Corporate Governance; Analysis & Recommendations	American Law Institute
	2002	Core Policies, General Principles, Positions & Explanatory Notes	CII – The Council of Institutional Investors
	2002	Principles of Corporate Governance	BRT – The Business Roundtable
	2002	Corporate Governance Rule Proposals	NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee
	2002	Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 – Sarbanes-Oxley Act of 2002	Public Law 107–204 — July 30, 2002
	2003	Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance	The Conference Board
	2003	Restoring Trust – The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc.	The United States District Court for the Southern District of New York
	2003	Final NYSE Corporate Governance Rules	New York Stock Exchange
	2004	Asset Manager Code of Professional Conduct	CFA – Centre for Financial Market Integrity
	2007	TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance	TIAA-CREF – Teachers Insurance and Annuity Association – College Retirement Equities Fund
	2008	Key Agreed Principles to Strengthen Corporate Governance for U.S. Publicly Traded Companies	NACD –National Association of Corporate Directors
2010	Report of the New York Stock Exchange Commission on Corporate Governance	New York Stock Exchange	
2012	Principles of Corporate Governance 2012	BRT – The Business Roundtable	
2013	Full CII Corporate Governance Policies	CII – The Council of Institutional Investors	

Fonte: Elaboração própria, adaptado do *European Corporate Governance Institute* “Index of codes”. [online] disponível em: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php .

Apêndice II – Análise comparativa dos documentos mais importantes e vigentes no âmbito do Governo das sociedades em Portugal e Espanha:

País	Portugal	Portugal	Portugal	Espanha
Documento	Código de Governo das sociedades (2014)	Código de Governo das sociedades da CMVM 2013 (Recomendações)	Regulamento da CMVM nº4/2013 – Governo das sociedades	Código Unificado de buen gobierno de las sociedades cotizadas (Junio 2013)
Antecedentes históricos (iniciais)	Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal (2006). Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance – Boas Práticas dos Órgãos da Administração das Sociedades Cotadas (2011). Código do governo das sociedades (2012).	Princípios da OCDE sobre o governo das sociedades (1999). Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas (1999)	Regulamento nº7/2001 da CMVM – governo das sociedades cotadas (2001).	Informe Olivencia – El Gobierno de las Sociedades Cotizadas (documento da “Comisión Especial para el estudio de un código ético de los consejos de administración de las sociedades: el gobierno de las sociedades cotizadas) (1998).
Emitente	IPCG – Instituto Português de Corporate Governance	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários	CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores
Âmbito da aplicação	Adesão voluntária com observância facultativa assentando na regra “comply or explain”	Adesão voluntária, conforme determinado pelo regulamento nº 4/2010 da CMVM.	Obrigatório para os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, situado ou a funcionar em Portugal, e sujeitos à lei pessoal portuguesa. Entrada em vigor a 1 de JAN2014. Revoga o regulamento da CMVM nº1/2010. O documento incide sobre o conteúdo do relatório de governo societário, sistematizando as exigências informativas, cuja prestação é obrigatória; no entanto abre a possibilidade das sociedades poderem recorrer a um código de governo das sociedades distinto do emitido pela CMVM.	Dirigido à generalidade das sociedades cotadas é de adesão voluntária com sujeição ao princípio de “cumplir o explicar”.
Divulgação da conformidade com as recomendações	A sociedade deve prestar informação individualizada, em relatório anual, sobre o grau de acolhimento das recomendações e, em caso de não acolhimento, deve descrever os respetivos fundamentos. A informação deve ser completa, clara e objetiva, nomeadamente no que diz respeito às explicações sobre os fundamentos de	Não há referência específica; no entanto a divulgação é obrigatória, seguindo o estipulado pelo regulamento nº4/2013 da CMVM.	Em relatório detalhado (relatório de governo societário) sobre a estrutura e as práticas de governo societário com a sistematização prevista no regulamento. Os emitentes devem explicar, de modo efetivo, justificado e fundamentado, a razão do não cumprimento das recomendações previstas no código de governo das sociedades adotado em	Faz referência no ponto “características del código” do capítulo I – princípios básicos, ao artigo 61bis da “Ley del Mercado de Valores”, fiel ao princípio “comply or explain”, que obriga as sociedades cotadas espanholas a consignar no seu relatório anual de governo corporativo o grau de seguimento das recomendações de governo corporativo ou a explicarem o não seguimento de tais

	não acolhimento das recomendações		termos que demonstrem a adequação da solução alternativa adotada aos princípios de bom governo das sociedades e que permitam uma valoração dessas razões em termos que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação (princípio “comply or explain”). O relatório de governo societário inclui os elementos e obedece ao modelo constante do anexo I do regulamento nº4/2013.	recomendações. Em 1999, a CNMV elaborou um modelo de divulgação sobre o governo das sociedades cotadas. Mais recentemente foi publicada no “Boletín Oficial del Estado” no dia 24 de junho de 2013, com entrada em vigor no dia seguinte, a circular 5/2013, de 12 de junho, da CNMV, que estabelece os modelos de relatório anual de governo corporativo das sociedades anónimas cotadas, das caixas de aforro e de outras entidades que emitam valores admitidos à negociação em mercados oficiais de valores, a apresentar a partir de 1 de janeiro de 2014. Com a mesma data e da mesma maneira foi publicada a circular 4/2013, de 12 de junho, da CNMV, que estabelece os modelos de relatório anual das remunerações dos administradores das sociedades anónimas cotadas e dos membros do conselho de administração e da comissão de controlo das caixas de aforro que emitam valores admitidos à negociação em mercados oficiais de valores. ¹⁰⁶
Estrutura do documento	Documento com VII capítulos (I- parte geral; II- acionistas e assembleia geral; III- administração executiva; IV- supervisão e fiscalização; V- avaliação de desempenho e remunerações; VI- gestão de risco; VII- informação financeira). Estrutura em dois níveis distintos: 1- o dos princípios; 2- o das recomendações. A função dos	Documento com VI capítulos de recomendações (I- votação e controlo da sociedade; II- supervisão, administração e fiscalização; III- remunerações; IV- auditoria; V- conflitos de interesses e transações com partes relacionadas; VI- informação).	Regulamento com 4 artigos e 1 anexo.	Documento com II capítulos (I- princípios básicos; II- recomendaciones). As recomendações são numeradas de 1 a 53.

¹⁰⁶ Estas circulares têm a sua origem na disposição final quinta da Ley 2/2011, de 4 de março, intitulada “modificación de la ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores”, em que se acrescenta um novo capítulo VI no título IV, que no seu artigo 61bis se exige que as sociedades cotadas, as caixas de aforro e outras entidades que emitam valores admitidos à negociação em mercados oficiais de valores, façam público um relatório anual de governo corporativo que ofereça uma explicação detalhada da estrutura do governo da sociedade e seu funcionamento, assim como uma descrição dos sistemas de controlo de riscos e a informação se seguem as recomendações de governo corporativo, sujeitando-se ao princípio do “comply or explain”. O artigo 61ter da mesma disposição exige a elaboração pelo conselho de administração das sociedades cotadas e das caixas de aforro, de um relatório anual sobre as remunerações, respetivamente, dos seus administradores, membros do conselho de administração e membros da comissão de controlo, incluindo informação completa, clara e compreensível sobre a política de remunerações aprovada pelo conselho para o ano em curso, e para anos futuros, assim como, um resumo global de como se aplicou a política de remunerações durante o exercício e o detalhe das remunerações individuais de cada um dos administradores.

	princípios consiste em fixar uma base para a interpretação e para a aplicação das recomendações e oferecer um fundamento qualitativamente relevante para o “explain”.			
Estrutura e funcionamento do órgão de gestão				
Responsabilidade para com os acionistas e Missão	Os administradores devem tratar de forma equitativa os acionistas e restantes investidores, assegurando designadamente mecanismos e procedimentos para o adequado tratamento e divulgação da informação, devendo instituir uma estrutura que assegure de forma adequada e rigorosa a atempada divulgação de informação aos acionistas, assim como aos investidores, aos analistas financeiros e ao mercado em geral. À administração executiva compete gerir a sociedade, prosseguindo os objetivos da sociedade e visando contribuir para o seu desenvolvimento sustentável.	O conselho de administração deve assegurar que a sociedade atua de forma consentânea com os seus objetivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente no que respeita a: 1- definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; 2- definir a estrutura empresarial do grupo; 3- decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais. Dentro dos limites da lei, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o governo da sociedade.	Nada refere.	O conselho de administração deve desempenhar as suas funções com unidade de propósito e independência de critérios, proporcionar igualdade de tratamento a todos os acionistas e ser guiado pelo interesse da sociedade, entendido como a maximização sustentada do valor económico da sociedade. Deve ainda garantir que nas suas relações com os “stakeholders” a sociedade respeite as leis e regulamentos, cumpra de boa-fé as suas obrigações e contratos, respeite os usos e boas práticas dos setores e territórios onde exerça a sua atividade e observe os princípios adicionais de responsabilidade social que tenham aceitado voluntariamente. O núcleo da sua missão é aprovar a estratégia da sociedade e exigir que a organização proceda à sua implementação, bem como supervisionar e controlar que a direção cumpre os objetivos estabelecidos e respeita a finalidade e os interesses da sociedade.
Eleição	A eleição do órgão de gestão é regulada pelo Código das Sociedades Comerciais (CSC) e/ou pelo pacto social. É sugerida a adoção de critérios de mérito individual nos respetivos processos de designação para os órgãos de governo da sociedade da exclusiva competência dos acionistas.	A eleição do órgão de gestão é regulada pelo Código das Sociedades Comerciais (CSC) e/ou pelo pacto social.	Nada refere.	A eleição do órgão de gestão é regulada pela “Ley de Sociedades de Capital ¹⁰⁷ ” e/ou pelo pacto social.
Orientação e capacidade	O órgão de administração deve aprovar um regulamento interno de	Compete ao conselho geral e de supervisão pronunciar-se sobre: a	Nada refere.	Recomenda que as competências de aprovar as políticas e estratégias gerais da sociedade,

¹⁰⁷ Real decreto legislativo 1/2010, de 2 de Julho.

	funcionamento da administração executiva, podendo esta regular outros aspetos do seu funcionamento. Tratando-se de um administrador executivo único, o regulamento deve fixar as respetivas atribuições e quadro de deveres. As atas do órgão de administração executivo devem ser periodicamente enviadas ao órgão de administração e ao órgão de fiscalização.	estratégia e as principais políticas da sociedade, a definição da estrutura empresarial do grupo e as decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante ou risco. Deverá ainda avaliar o cumprimento do plano estratégico e a execução das principais políticas da sociedade.		atribuídas ao conselho de administração tenham um carácter não delegável, em particular: 1- o plano estratégico ou de negócio, os objetivos de gestão e os orçamentos anuais; 2- a política de investimentos e financiamento; 3- a definição da estrutura do grupo de sociedades; 4- a política do governo corporativo; 5- a política de responsabilidade social corporativa; 6- a política de remunerações e avaliação do desempenho dos executivos de topo; 7- a política de controlo e gestão de riscos, assim como um seguimento periódico dos sistemas internos de informação e controlo; 8- a política de dividendos e a política de ações próprias, em especial os seus limites.
Acesso à informação	Nada refere.	O presidente do órgão de administração executivo ou da comissão executiva deve remeter, conforme aplicável, ao presidente do conselho de administração, ao presidente do conselho fiscal, ao presidente da comissão de auditoria, ao presidente do conselho geral e de supervisão e ao presidente da comissão para as matérias financeiras, as convocatórias e as atas das respetivas reuniões. Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.	As sociedades cotadas devem tornar acessível em sítio próprio na internet, em termos claramente identificados e atualizados a informação mínima: 1- a firma, a qualidade de sociedade aberta, a sede e os demais elementos mencionados no artº 171 do CSC; 2- estatutos; 3- identidade dos titulares dos órgãos sociais e do representante para as relações com o mercado; 4- gabinete de apoio ao investidor ou estrutura equivalente, respetivas funções e meios de acesso; 5- documentos de prestação de contas, que devem estar acessíveis pelo menos durante cinco anos; 6- calendário semestral de eventos societários, divulgado no início de cada semestre, incluindo reuniões da assembleia geral, divulgação de contas anuais, semestrais e, caso aplicável, trimestrais.	O presidente do conselho de administração, como responsável pelo eficaz funcionamento do conselho, deve assegurar-se que os administradores recebem com carácter prévio a informação suficiente. Devem ser criadas condições para que os administradores possam ser capazes de exercer o seu direito de receber informação adicional, que julguem ser necessária sobre os assuntos da competência do conselho de administração e, salvo se os estatutos ou o regulamento do conselho estabeleçam outra coisa, dirigir o seu requerimento ao presidente ou ao secretário do conselho. Todos os administradores têm direito a obter da sociedade a assessoria necessária para o cumprimento das suas funções, devendo a sociedade fornecer os canais adequados para o exercício desse direito que, em circunstâncias, especiais poderá incluir a assessoria externa com encargo da sociedade. As sociedades devem estabelecer um programa de orientação que proporcione aos novos administradores um conhecimento rápido e suficiente da sociedade e das suas

				regras de governo corporativo. Devem ainda, oferecer aos administradores programas de atualização de conhecimentos, quando as circunstâncias assim o aconselhem.
Divulgação de dados biográficos dos diretores	O relatório de governo deve conter informação atualizada sobre os elementos curriculares dos administradores, suas ocupações profissionais, as relações familiares, profissionais ou comerciais, habituais ou significativas, com acionistas a quem sejam imputáveis mais de 2% dos votos.	Nada refere.	Nada refere.	As sociedades devem tornar público e manter atualizada, através da sua “web” página, a seguinte informação sobre os seus administradores: 1- perfil profissional e biográfico; 2- outros conselhos de administração a que pertençam, quer se trate ou não de sociedades cotadas; 3- indicação da categoria do conselho a que pertencem, referindo, no caso de ser administrador dominical ¹⁰⁸ , o acionista que representam ou com quem tenham mais vínculos; 4- data da sua primeira nomeação como administrador da sociedade, assim como as datas de nomeações posteriores; 5- ações da sociedade e opções sobre elas que seja titular.
Dimensão	Não especificando o número de elementos toma como princípio que na determinação do número de administradores executivos, devem ser ponderadas, além dos custos e da desejável agilidade de funcionamento da administração executiva, a dimensão da empresa, a complexidade da sua atividade e a sua dispersão geográfica.	Não especifica o número de elementos; no entanto refere que o conselho de administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efetiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação dos restantes membros do órgão de administração e que entre os administradores não executivos deve contar-se uma proporção adequada de independentes, tendo em conta o modelo de governação adotado, a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista e o respetivo “free float” ¹⁰⁹ .	Nada refere.	O conselho necessita da dimensão certa para garantir um funcionamento eficaz e participativo. Aconselha que o seu tamanho não seja inferior a cinco nem superior a quinze membros.
Composição e diversidade	Nada referindo especificamente quanto à composição recomenda, no	Nada refere.	Nada refere.	Os administradores dominicais externos e independentes devem constituir uma ampla

¹⁰⁸ O administrador dominical é aquele que faz parte do conselho de administração pela sua condição de acionista da sociedade.

¹⁰⁹ O *free float* designa as ações que se encontram em circulação, ou seja, aquelas que estão à disposição para negociação no mercado, excluindo-se as pertencentes aos controladores e aquelas na tesouraria da empresa.

	<p>que toca à diversidade, que no caso em que seja inexistente ou escassa a presença de mulheres nos órgãos de governo da sociedade, a comissão de nomeações, quando exista, deve assegurar que, nos processos de recomposição daqueles órgãos, sejam consideradas as candidatas com perfil profissional e currículo correspondente ao perfil pretendido para as funções a desempenhar.</p>			<p>maioria no conselho de administração e o número de administradores executivos deverá ser o mínimo necessário, tendo em conta a complexidade do grupo societário e a percentagem de participação dos administradores executivos no capital social da empresa. Entre os administradores externos a relação entre o número de administradores dominicais e independentes deve corresponder à proporção existente entre o capital da sociedade representado pelos administradores dominicais e o resto do capital. Este critério de proporcionalidade poderá ser atenuado de modo a que o peso dos administradores dominicais seja maior do que aquele que corresponderia à percentagem total de capital que representam: 1- em sociedades de elevada capitalização onde sejam escassas ou nulas as participações acionistas que sejam legalmente significativas, mas existam acionistas com pacotes de ações de alto valor absoluto; 2- quando se trate de sociedades em que exista pluralidade de acionistas representados no conselho de administração e não tenham vínculos entre si.</p> <p>Quando seja escasso ou nulo o número de administradoras, a comissão de nomeações deverá garantir aquando do preenchimento de novas vagas: 1- que os procedimentos de seleção não estejam sujeitos ao viés implícito de seleção de administradores; 2- que a sociedade faz um esforço consciente para incluir entre os candidatos mulheres que reúnam o perfil profissional desejado.</p>
Participação em outros conselhos	O regulamento interno de funcionamento da administração deve prever que o exercício de funções executivas, pelos administradores executivos, em sociedades fora do grupo deve ser previamente apreciada	Nada refere.	Nada refere.	Recomenda a publicação em página “web” da informação de outros conselhos de administração que o administrador faz parte.

	pelo próprio órgão de gestão ou pelo órgão de fiscalização.			
Separação das funções de Presidente do Conselho Administração e Diretor Geral	Nada refere.	Nada refere.	Nada refere.	Nada refere.
Independência	Cada sociedade deve incluir um número adequado de administradores não executivos que cumpram os requisitos legislativos de independência, calculado em função da respetiva dimensão e da % da dispersão acionista. É independente quem não esteja associado 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: 1- ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos 3 anos; 2- ter, nos últimos 3 anos, prestado serviço 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; 3- ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de	A independência dos membros do conselho geral e de supervisão e dos membros da comissão de auditoria afere-se nos termos da legislação vigente. Aos demais membros do conselho de administração, 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, por: 1- ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos 3 anos; 2- ter, nos últimos 3 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; 3- ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo além da remuneração	Nada refere.	O rigor do processo de seleção deve ser maximizado em relação aos candidatos a administrador independente. Estas nomeações visam reforçar a independência do conselho de administração, recomendando-se assim que a proposta de nomeação ou renovação apresentada pela direção executiva à assembleia geral deva ser aprovada pelo conselho de administração: 1- a proposta da comissão de nomeações no caso de administradores independentes; 2- o relatório da comissão de nomeações no caso de outros administradores. O número de administradores independentes deve ser pelo menos um terço do total dos administradores.

	<p>grupo além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador; 4- viver em união de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha reta e até ao 3º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores ou de pessoas singulares titulares direta ou indiretamente de participação qualificada; 5- ser titular de participação qualificada ou representante de um acionista titular de participações qualificadas.</p>	<p>decorrente do exercício das funções de administrador; 4- viver em união de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha reta e até ao 3º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores ou de pessoas singulares titulares direta ou indiretamente de participação qualificada; 5- ser titular de participação qualificada ou representante de um acionista titular de participações qualificadas. Consoante modelo aplicável, o presidente do conselho fiscal, da comissão de auditoria ou da comissão para as matérias financeiras deve ser independente.</p>		
Comissões	<p>As sociedades devem constituir comissões especializadas adequadas à sua dimensão e complexidade, abrangendo, separada ou cumulativamente, as matérias de governo societário, de remunerações e avaliação de desempenho, e de nomeações de quadros dirigentes.</p>	<p>O conselho de administração e o conselho geral e de supervisão, consoante o modelo adotado, devem criar as comissões que se mostrem necessárias para: 1- assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e do seu próprio desempenho global, bem como das diversas comissões existentes; 2- refletir sobre o sistema da estrutura e práticas de governo adotadas, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria.</p>	Nada refere.	<p>A extensão dos poderes que as leis e estatutos atribuem aos conselhos de administração aconselham a delegar certas funções, especialmente de carácter executivo. Por outro lado, o exercício adequado da função fundamental de supervisão e controlo, aconselha a que o conselho de administração disponha de certos órgãos de apoio em matérias especialmente relevantes nesta função. Assim, recomenda-se existirem, por um lado a comissão delegada ou executiva e, por outro, as comissões de supervisão e controlo.</p> <p>Quando exista uma comissão executiva a sua estrutura de participação seja semelhante à estrutura do conselho de administração e o seu secretário seja o do conselho de administração. O conselho de administração deve ser sempre informado dos assuntos tratados e das decisões tomadas pela comissão executiva, sendo distribuídas cópias das atas de todas as sessões da comissão executiva aos membros do conselho de administração.</p>

				<p>O conselho de administração deve definir além da comissão de auditoria, exigida pela “Ley del Mercado de Valores”¹¹⁰, uma comissão, ou duas comissões separadas, de nomeações e remunerações. As regras de composição e funcionamento, das comissões referidas anteriormente devem constar no regulamento do conselho de administração, que deve incluir as seguintes: 1- o conselho nomeia os membros das comissões, tendo em conta os conhecimentos, competências e experiência dos administradores e as responsabilidades de cada comissão; 2- as comissões devem ser formadas exclusivamente por administradores externos, com o mínimo de 3, não havendo prejuízo para a presença de administradores executivos ou altos dirigentes, quando assim haja acordo expresso dos membros da comissão; 3- os presidentes das comissões devem ser administradores independentes; 4- possibilidade de procurar assessoria externa, quando a considerem necessária para o desempenho das suas funções; 5- que se elaborem atas de todas as suas reuniões e se enviem cópias a todos os membros do conselho de administração.</p> <p>Os membros da comissão de auditoria, em especial o seu presidente, devem ser designados tendo em conta os seus conhecimentos e experiência em matéria de contabilidade, auditoria ou gestão de riscos.</p>
Auditoria interna	Os sistemas de auditoria interna e de gestão de riscos devem ser estruturados em termos adequados à dimensão da sociedade e à complexidade dos riscos inerentes à	O conselho de administração ou o conselho geral e de supervisão, consoante o modelo aplicável, devem fixar objetivos em matéria de assunção de riscos e criar sistemas	Nada refere.	As sociedades cotadas devem dispor de uma função de auditoria interna que, debaixo da supervisão da comissão de auditoria, garanta um bom funcionamento dos sistemas de informação e controlo interno.

¹¹⁰ A “Ley 44/2002” vem acrescentar pelo seu artigo 47 a “disposición adicional decimoctava” à “Ley del Mercado de Valores” que vem tomar com carácter obrigatório para as sociedades cotadas a constituição de uma comissão de auditoria, cujos membros sejam na sua maioria administradores não executivos, que assumam a supervisão da função de auditoria interna e conheça o processo de informação financeira e os sistemas de controlo interno. Neste sentido a diretiva, 2006/43 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 17 de Maio, reforça o papel da comissão de auditoria, atribuindo-lhe a supervisão da função auditoria em vez de exigir só o seu conhecimento.

	<p>sua atividade. O órgão de administração deve debater e aprovar o plano estratégico e a política de risco da sociedade, que inclua a definição de níveis de risco considerados aceitáveis. Tendo por base a sua política de risco, a sociedade deve instituir um sistema de gestão de riscos e deve avaliar anualmente o grau de cumprimento interno e o desempenho do sistema de gestão de riscos, bem como a perspectiva de alteração do quadro de risco anteriormente definido. Cabe ao órgão de fiscalização promover a adequada articulação entre os trabalhos da auditoria interna e da auditoria externa.</p>	<p>para o seu controlo, com vista a garantir que os riscos efetivamente ocorridos são consistentes com aqueles objetivos.</p>		<p>O responsável pela função de auditoria interna deve apresentar à comissão de auditoria o seu plano anual de trabalho e informar diretamente a comissão de auditoria sobre quaisquer incidentes ocorridos durante o seu desenvolvimento, apresentando no final de cada ano um relatório de atividades.</p> <p>A comissão de auditoria além de garantir a independência e eficácia da função auditoria interna, propõe a seleção, nomeação, reeleição e termino do responsável desse serviço, propõe o orçamento desse serviço, recebe informações periódicas sobre as suas atividades e verifica se a administração tem em conta as conclusões e recomendações constantes nos seus relatórios.</p>
Nomeação	<p>Deve ser atribuída a uma comissão, que pode desempenhar outras funções mas deverá integrar pelo menos um membro independente, a função de acompanhamento e apoio às nomeações de quadros dirigentes. Independentemente do modo de designação, o perfil, conhecimentos e currículo dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização devem adequar-se à função a desempenhar.</p>	Nada refere.	Nada refere.	<p>A natureza de cada administrador deve ser explicada pelo conselho de administração à assembleia geral, que deve efetuar ou ratificar a sua nomeação, que deve ser confirmada no relatório anual de governo da sociedade ante prévia verificação pela comissão de nomeações. Estabelece que os candidatos a administradores independentes sejam sempre propostos ao conselho de administração pela comissão de nomeações. Recomenda que a maioria dos membros da comissão de nomeações seja independente. Compete à comissão de nomeações as seguintes funções:</p> <p>1- avaliar as competências, conhecimentos e experiência necessárias e definir as funções e aptidões a exigir aos candidatos para cada vaga e decidir o tempo e dedicação necessários para que possam exercer as suas funções; 2- examinar ou organizar, de forma que se achar adequada, a sucessão do presidente e do presidente executivo, e se for o caso, fazer propostas ao conselho de administração para</p>

				que a sucessão se faça de forma ordenada e bem planejada; 3- informar as nomeações e destituições dos administradores que o presidente executivo proponha ao conselho de administração; 4- Informar o conselho de administração sobre as questões da diversidade de gênero.
Remuneração	A fixação das remunerações deve competir a uma comissão, cujos membros sejam, na sua maioria, independentes da administração. Para cada mandato a comissão de remunerações deve aprovar o regime de pensões dos administradores, se os estatutos as admitirem, e 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.	A comissão de remunerações, ou órgão equivalente, tem a seu cargo a fixação de remunerações. Todos os seus membros devem ser independentes relativamente aos membros executivos do órgão de administração e, pelo menos, um membro deve ter conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração.	Nada refere.	Compete à comissão de remunerações garantir a observância da política remuneratória estabelecida pela sociedade e propor ao conselho de administração: 1- a política de remunerações dos administradores e altos dirigentes; 2- a remuneração individual dos administradores executivos e demais condições dos seus contratos; 3- as condições básicas dos contratos dos altos dirigentes. A comissão de remunerações deve consultar o presidente e o principal administrador executivo, especialmente quando se trate de matérias relativas aos administradores executivos e altos dirigentes.
Frequência das reuniões do conselho	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.	O conselho de administração deve reunir com a frequência necessária para desempenhar com eficácia as suas funções, seguindo um programa de datas e assuntos que foi estabelecido no início do mandato, podendo cada administrador propor outros pontos de ordem do dia inicialmente não previstos. As ausências dos administradores devem ser reduzidas a casos indispensáveis e devem ser quantificados no relatório anual de governo da sociedade. No caso de representação, esta deve ser efetuada com instruções precisas.
Avaliação do desempenho	Deve ser previsto em regulamento da sociedade que um órgão ou comissão proceda à avaliação anual do desempenho do órgão de administração executiva. A avaliação do desempenho do órgão de administração e das suas comissões	Nada refere.	Nada refere.	O conselho de administração deve avaliar anualmente: 1- a qualidade e eficiência do desempenho do conselho; 2- com base no relatório da comissão de nomeações, o desempenho das funções do presidente do conselho de administração e do presidente executivo da sociedade; 3- o desempenho das

	deve abranger o respetivo funcionamento interno, a contribuição de cada membro para o bom funcionamento do órgão e da comissão a que pertença e o modo de relacionamento entre órgãos e comissões da sociedade.			comissões com base nos seus relatórios.
Prazo dos mandatos	Nada refere. Regulado pelo CSC e/ou pelo pacto social.	Nada refere. Regulado pelo CSC e/ou pelo pacto social.	Nada refere.	Nada refere. Regulado pela Ley de Sociedades de Capital e/ou pelo pacto social.
Limite de idade dos conselheiros	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.	Nada refere.
Responsabilidades éticas	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.	Nada refere.
Remunerações				
Nível das remunerações	Nada refere	O artigo 2º da Lei nº28/2009 de 19 de Junho, veio obrigar as sociedades a emitirem uma declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização; adicionalmente essa declaração, segundo este código, deverá conter: 1- identificação e explicitação dos critérios para a determinação da remuneração a atribuir aos membros dos órgãos sociais; 2- informação quanto ao montante máximo potencial, em termos individuais, e ao máximo potencial, em termos agregados, a pagar aos membros dos órgãos sociais, e identificação das circunstâncias em que esses montantes máximos podem ser devidos; 3- informação quanto à inexigibilidade de pagamentos relativos à destituição ou cessação de funções de administradores.	Nada refere.	Recomenda que as remunerações dos administradores sejam as necessárias para atrair e reter os administradores de perfil profissional desejado, mas que não sejam excessivas para que não afetem a sua independência.

Composição da remuneração	<p>Parte da remuneração dos administradores executivos deve ter natureza variável que reflita o desempenho sustentado da sociedade e não estimule a assunção de riscos excessivos. Uma parte significativa dessa componente variável deve ser parcialmente diferida no tempo, por um período não inferior a três anos, associando-a à confirmação da sustentabilidade do desempenho, nos termos definidos em regulamento da sociedade. Deve ser divulgado em relatório sobre o Governo da Sociedade: 1- o montante quantificado da componente variável diferida e a explicação dos critérios de que dependem o seu pagamento; 2- a remuneração de cada administrador executivo (fixa e variável) e quais os valores já pagos da componente variável, quais os diferidos e quais os direitos de pensão adquiridos por cada administrador executivo; 3- as remunerações auferidas em outras sociedades dominadas ou dependentes.</p>	<p>A remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo e desincentivar a assunção excessiva de riscos. A remuneração dos membros não executivos do órgão de administração e a remuneração dos membros do órgão de fiscalização não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor. A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa, devendo ser fixados limites máximos para todas as componentes. Parte significativa da componente variável deve ser diferida por um período não inferior a 3 anos, e o direito ao seu recebimento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período. Até ao termo do seu mandato devem os administradores executivos manter as ações da sociedade a que tenham acedido, por força de esquemas de remuneração variável, até ao limite de 2 vezes o valor da remuneração total anual, com exceção daquelas que necessitem ser alienadas, com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício dessas mesmas ações.</p>	Nada refere.	<p>Parte do princípio fundamental de autonomia privada e põe especial ênfase no seu regime de transparência e aprovação pelos órgãos competentes.</p> <p>Recomenda que se excluam os administradores externos dos sistemas remuneratórios que incluam uma componente variável.</p> <p>A remuneração na forma de ações da sociedade ou de sociedades do grupo, opções de ações ou instrumentos com referência ao valor das ações, variáveis ligadas ao rendimento da sociedade ou a sistemas de previsão, deve limitar-se aos administradores executivos, não se aplicando esta recomendação à entrega de ações, condicionada à sua manutenção até final do seu mandato como administrador.</p> <p>No caso das remunerações que contenham uma componente variável, as políticas remuneratórias devem incluir limites e salvaguardas técnicas, necessárias para garantir que tal compensação está relacionada com o desempenho profissional dos beneficiários, e não simplesmente com a evolução do mercado global ou com o setor de atividade da sociedade ou de outras circunstâncias similares.</p> <p>A remuneração relacionada com os resultados da sociedade devem ter em conta as eventuais ressalvas que constem no relatório do auditor externo que afetem negativamente os resultados.</p>
Contratos e compensação	<p>Por princípio os administradores devem receber uma compensação que remunere adequadamente a responsabilidade assumida, a disponibilidade e a competência colocadas ao serviço da sociedade, que garanta uma atuação alinhada</p>	<p>Os membros do órgão de administração não devem celebrar contratos, quer com a sociedade, quer com terceiros, que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da remuneração que lhes for fixada pela sociedade.</p>	Nada refere.	<p>A remuneração dos administradores externos deve ser a necessária para remunerar a dedicação, qualificação e responsabilidade que o cargo exige, mas não tão elevada que comprometa a sua independência.</p>

	com os interesses de longo prazo dos acionistas, bem como de outros que estas expressamente definam e que premeie o desempenho.			
Procedimento para a determinação	Determinado pela comissão de remunerações.	Determinado pela comissão de remunerações. Não deverá ser contratada para apoiar a comissão de remunerações no desempenho das suas funções qualquer pessoa singular ou coletiva que preste ou tenha prestado, nos últimos 3 anos, serviços a qualquer estrutura na dependência do órgão de administração, ao próprio órgão de administração da sociedade, ou que tenha relação atual com a sociedade ou com consultora da sociedade. Aplicando-se o mesmo princípio a pessoa singular ou coletiva que com aquelas se encontre relacionada por contrato de trabalho ou prestação de serviços.	Nada refere.	Deverá ser determinado pela comissão de remunerações, observando a política remuneratória estabelecida pela sociedade e posteriormente proposta ao conselho de administração. A pluralidade de considerações técnicas a ter em conta na estruturação de um sistema remuneratório para administradores e administradores executivos, que seja eficiente e equitativo, requer que os membros da comissão de remunerações tenham uma capacidade de julgamento e compreensão compatíveis com a complexidade inerente à tarefa. O conselho de administração deve ter em conta estes requisitos aquando da nomeação dos membros da comissão e dotá-la de meios que a possam aconselhar adequadamente.
Divulgação	Feita em relatório de governo das sociedades	Nada refere.	Nada refere.	Nada refere.
Envolvimento dos acionistas na determinação das remunerações	Nada refere.	Devem ser submetidas à assembleia geral as propostas relativas a: 1- aprovação de planos de atribuições de ações e/ou de opções de aquisição de ações, com base nas variações do preço das ações, a membros dos órgãos sociais; 2- aprovação de qualquer sistema de benefícios de reforma estabelecidos a favor dos membros dos órgãos sociais. Estas propostas devem conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta dos sistemas.	Nada refere.	Nada refere.
Suspensão dos pagamentos	Nada refere.	Nada refere.	Nada refere.	Nada refere.

Acionistas				
Direitos de voto	Nada refere	Os estatutos das sociedades 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, será sujeita a deliberação pela assembleia geral a alteração ou a manutenção dessa disposição estatutária, e que nessa deliberação se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione. Salvo se devidamente fundamentado e em função dos interesses de longo prazo dos acionistas, as sociedades não devem estabelecer mecanismos que tenham por efeito o desfasamento entre o direito ao recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária.	Nada refere.	Os estatutos das sociedades cotadas não devem limitar o número máximo de votos que podem ser detidos por um acionista, nem conter outras restrições que dificultem a tomada de controlo da sociedade mediante a aquisição de ações no mercado. As sociedades devem permitir o fracionamento do voto para consentir que os intermediários financeiros, que apareçam legitimados como acionistas, atuem por conta de clientes distintos e que possam exercer o seu direito de voto, conforme as instruções dos seus clientes. Os assuntos que sejam substancialmente independentes devem ser votados separadamente com o fim dos acionistas poderem exercer de forma separada as suas preferências de voto, em particular: 1- na nomeação ou ratificação de administradores, que deverá ser votado de forma individual; 2- no caso de modificações ao estatuto, a cada artigo ou grupo de artigos que sejam substancialmente independentes.
Informação da gestão	Devem ser divulgados no sítio da sociedade na internet a convocatória, propostas de deliberação antecipadamente apresentadas e respetiva justificação, uma explicação clara sobre as regras e procedimentos da reunião bem como manter-se aí acessível, durante, pelo menos 3 anos, informação histórica adequada sobre a sociedade (incluindo relatórios e contas de exercícios e extratos de atas de deliberações sociais de assembleias anteriores).	As sociedades devem proporcionar, através do seu sítio na internet, em português e inglês, acesso a informações que permitam o conhecimento sobre a sua evolução e a sua realidade atual, em termos económicos, financeiros e de governo.	Nada refere.	Com o intuito de aumentar a transparência do processo de tomada de decisões, o conselho de administração deve fazer públicas com antecedência, as propostas em detalhe, que irá submeter à assembleia geral. Assim, recomenda que se façam públicas as propostas detalhadas no momento da publicação do anúncio da convocatória da assembleia geral.
Avaliação da divulgação da gestão efetuada	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.	Nada refere.

Assembleias Gerais	È referido como princípio que a sociedade deve, em geral, favorecer e estimular a participação pessoal dos acionistas nas reuniões da Assembleia Geral, que serve como espaço de comunicação dos acionistas com os órgãos e comissões da sociedade e de reflexão sobre a sociedade.	As sociedades devem incentivar os seus acionistas a participar e a votar nas assembleias gerais, não fixando um número excessivamente elevado de ações necessárias para ter direito a um voto, e implementando os meios indispensáveis ao exercício do direito de voto por correspondência e por via eletrónica. Não devem igualmente adotar mecanismos que dificultem a tomada de deliberações pelos seus acionistas, designadamente fixando um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.	Nada refere.	A “Ley de Sociedades de Capital” reserva expressamente à assembleia geral a aprovação de certos acordos denominadas “modificaciones estructurales”. Embora não seja expressamente exigido pela legislação, devem estar sujeitas a aprovação pela assembleia geral: 1- a transformação das sociedades cotadas em holdings, através da filiação ou incorporação de entidades dependentes de atividades essenciais desenvolvidas até esse momento pela própria sociedade, ainda que detenha o pleno domínio sobre elas; 2- a aquisição ou alienação de ativos operacionais importantes que implicam uma modificação efetiva do objeto social; 3- operações cujo efeito é equivalente ao da liquidação da sociedade.
Resoluções dos acionistas	Nada refere	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.
Nomeação dos representantes dos acionistas	Nada refere	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.
<i>Relato financeiro, transparência e auditoria externa</i>				
Relato financeiro	O órgão de fiscalização deve garantir que o órgão de administração tenha em prática um processo de preparação e de divulgação de informação financeira adequado, que inclua os critérios para a definição de políticas contabilísticas, elaboração de estimativas, julgamentos, divulgações relevantes e sua aplicação consistente entre exercícios, devidamente documentado e comunicado.	A comissão de auditoria, o conselho geral e de supervisão e o conselho fiscal devem pronunciar-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos aos serviços de auditoria que velem pelo cumprimento das normas aplicadas à sociedade, e devem ser os destinatários dos relatórios realizados por estes serviços, pelo menos quando estejam em causa matérias relacionadas com a prestação de contas, a identificação ou a resolução de conflitos e a deteção de potenciais ilegalidades.	Nada refere.	A informação financeira, que por condição de ser sociedade cotada, deva periodicamente tornar pública, deve ser aprovada pelo conselho de administração. Compete à comissão de auditoria assegurar-se que as contas intermédias se formulam com os mesmos critérios contabilísticos que as anuais e, com tal intuito, solicitar uma revisão limitada ao auditor externo. O conselho de administração deve procurar submeter as contas à assembleia geral sem reservas ou ênfases na certificação de contas e quando tal não for possível, o presidente da comissão de auditoria e os auditores externos deverão explicar com clareza a origem e o impacte das discrepâncias.

Transparência	Deve o órgão de fiscalização, através do relatório anual do governo da sociedade, informar como assegurou que a estrutura de auditoria interna desempenhou as suas funções com independência e competência e que as recomendações e conclusões da auditoria interna e do auditor externo foram tidas em consideração na atividade e relatos da sociedade.	No âmbito dos conflitos de interesses e transações com partes relacionadas, refere-se que os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, devem ser realizados em condições normais de mercado, e que compete ao órgão de supervisão ou de fiscalização estabelecer os procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante de significância dos negócios com acionistas titulares de participação qualificada (ou com entidades que com eles estejam em qualquer uma das relações previstas no nº1 do art.20º do código dos valores mobiliários), ficando a realização de negócio de relevância significativa dependente de parecer prévio daquele órgão.	Nada refere.	A comissão de auditoria deve informar, com carácter prévio à tomada de decisões, o conselho de administração sobre a criação ou aquisição de participações em sociedades de propósito específico ou domiciliadas em países ou territórios considerados paraísos fiscais, e quaisquer outras transações ou operações de natureza semelhante, cuja complexidade pode prejudicar a transparência do grupo.
Divulgação da informação financeira	A sociedade deve manter sistemas de tratamento da informação que assegurem o rigoroso sigilo da informação até ao momento em que esta deva ser divulgada publicamente, a eficiente e atempada produção da informação, a sua divulgação ao mercado em termos geralmente acessíveis e no tempo devido, o registo interno das pessoas conhecedoras de informação privilegiada e o arquivo da informação relevante sobre a sociedade em bases de dados seguras.	Através do seu sítio na internet, em português e inglês, informações que permitam o conhecimento sobre evolução da sociedade, sua realidade atual em termos económicos, financeiros e de governo.	Nada refere.	Divulgação de acordo com a legislação pela condição de ser sociedade cotada.
Aplicação das normas	Refere como princípio que o órgão de fiscalização deve, com independência e de forma diligente, assegurar-se de	O auditor externo deve, no âmbito das suas competências, verificar a aplicação das políticas e sistemas de	Nada refere.	Nada refere.

	que o órgão de administração cumpra as suas responsabilidades de adoção de políticas e critérios contabilísticos apropriados e de estabelecimento de sistemas adequados para o reporte financeiro, para o controlo interno, para a gestão de riscos e para a sua monitorização.	remunerações dos órgãos sociais, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar quaisquer deficiências ao órgão de fiscalização da sociedade.		
Independência do auditor externo	Compete ao órgão fiscalizador estabelecer e monitorizar procedimentos formais, claros e transparentes sobre a forma de cumprimento por parte do auditor externo das regras de independência que a lei e as normas profissionais lhe impõem.	Não deve ser contratado ao auditor externo, pela sociedade ou quaisquer entidades que com ela mantenham uma relação de domínio, se encontrem em relação de grupo ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Caso haja razão para a contratação de tais serviços eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade (devem ser aprovados pelo órgão de fiscalização e explicitados no relatório anual de governo da sociedade). Deve ser promovida a rotação do auditor ao fim de 2 ou 3 mandatos (conforme forem de 4 ou 3 anos, respetivamente), sendo que a sua manutenção além destes períodos deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão de fiscalização, que pondere expressamente as condições de independência do auditor e as vantagens e os custos da sua substituição.	Nada refere.	Compete à comissão de auditoria assegurar a independência do auditor externo: 1- a sociedade deve reportar à CNMV, como evento significativo, a substituição do auditor externo, acompanhada de uma declaração sobre a possível existência de desacordos, explicitando-os, com o auditor cessante; 2- garantir que a sociedade e o auditor respeitam as normas vigentes sobre prestação de serviços distintos aos de auditoria, os limites de concentração de negócio do auditor e, em geral, outros requisitos estabelecidos para garantir a independência dos auditores.
Responsabilidades éticas do auditor externo	Nada refere	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.

Stakeholders				
Definição	Nada refere	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.
Formas de comunicação	Nada refere	As sociedades devem assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor e de contato permanente com o mercado, que responda às solicitações dos investidores em tempo útil, devendo ser mantido um registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe foi dado.	Nada refere.	Nada refere.
Participação dos trabalhadores				
Participação dos trabalhadores	Nada refere	Nada refere	Nada refere.	A comissão de auditoria deve estabelecer e supervisionar um mecanismo que permita aos empregados comunicar, de forma confidencial, e caso se considere apropriado, de forma anónima, as irregularidades de potencial importância, especialmente financeiras e contabilísticas que ocorram na sociedade.
Regras de conduta ética				
Regras de conduta ética	Nada refere	Nada refere	Nada refere.	Nada refere.

Fonte: Elaboração própria, adaptado do processo de análise do modelo “Global Corporate Governance – Codes, Reports and Legislation” do “Investor Responsibility Research Centre” utilizado por Santos e Vieira (2002).

Apêndice III – Alguns estudos empíricos recentes sobre a temática Governo das sociedades / performance

Autor	Estudo	Objetivo	Período / Amostra	Metodologia	Variáveis	Resultados/Conclusões
Chiang (2005)	An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance	Fornecer uma análise empírica entre a transparência da informação e o Governo das sociedades na indústria “high-tech” de Taiwan.	2001 / 225 Empresas “high-tech” cotadas.	Regressão linear múltipla – método dos mínimos quadrados (OLS).	<p>Independentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - BN – tamanho do CA - CEO – presidente do CA é o CEO (1-sim;0-não) - MH – nº de ações detidas pelo principal gestor dividido pelo total das ações emitidas - IH – nº de ações detidas pelos investidores institucionais dividido pelo total das ações emitidas - BH – nº de ações detidas pelo CA dividido pelo total das ações emitidas - HT – total da pontuação da avaliação dos itens de transparência em estrutura da propriedade e relação com os investidores - FT – total da pontuação da avaliação dos itens de transparência em divulgação e transparência financeira - MT – total da pontuação da avaliação dos itens de transparência em procedimentos, estrutura de gestão e do CA - SIZE – logaritmo do valor de mercado da empresa <p>Dependentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ROA – EBIT dividido pelo ativo total - ROE – EBT dividido pelo capital próprio - EPS – o resultado líquido menos os dividendos das ações preferenciais com a diferença ajustada por uma média ponderada de ações ordinárias em circulação 	Relação negativa e significativa com a performance – presidente do CA ser o CEO (confirma estudos Fama e Jensen (1983) e Jensen (1993)). Relação significativa entre BH e ROE (confirma estudo Jensen e Meckling (1976)). Relação negativa significativa entre MH e ROE e EPS. Relação significativa positiva entre FT e a performance (está conforme a teoria da sinalização: uma empresa com uma melhor estrutura de governo da sociedade disponibiliza mais informação a pessoas de fora no sentido de desenvolver uma imagem positiva). Os resultados indicam que a transparência da empresa tem uma relação significativa positiva com a performance e as empresas com bom governo da sociedade também têm uma relação significativa positiva com a performance.
Vintilã e Gherghina (2012)	An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Governance and Listed Companies’ Performance	Investigação da relação entre o Governo das sociedades, utilizando um index global (corporate governance index, CGI) e 4 sub-índices comerciais (Institutional Shareholder Services sub-índices, ISS), e a performance das empresas cotadas no	2011 / 155 empresas (55 do NYSE, 94 do Nasdaq, 6 do ASE). Na segunda amostra foram excluídas 29 empresas dos setores financeiro e “real estate” ficando a amostra em 126 empresas.	Regressão linear múltipla.	<p>Independentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - CGI – pontuação do “Corporate Governance Index” - Audit – pontuação do “Institutional audit sub-index” - Board_structure – pontuação do “ISS board structure sub-index” - Compensation – pontuação do “ISS compensation sub-index” - Shareholder_rights – pontuação do “ISS Shareholder rights sub-index” <p>Dependentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Q – rácio Q de Tobin - PBV – “Price to book value” rácio do valor de mercado do capital próprio pelo seu valor contabilístico - ROA – resultado líquido dividido pelo total do ativo - ROE – lucro líquido (depois de dividendos das ações preferenciais mas antes de dividendos das ações ordinárias) 	Relação negativa entre o governo das sociedades e a performance medida por cinco rácios tanto contabilísticos como baseados no mercado. Relação negativa entre o CGI e a performance medida pelo Q de Tobin, PBV e PER. Não foi identificada qualquer relação entre o CGI e o ROA. Depois de removidas as empresas financeiras e de “real estate” da amostra, continua a existir uma relação negativa entre o CGI e o Q de Tobin e o PBV, enquanto a relação com o PER deixou de existir. As únicas relações positivas identificadas foram entre o ROA e o “Audit sub-index”, e entre o ROA e o “Compensation sub-index”. Depois de

		US Stock Exchanges.			dividido pelo total do capital próprio (excluindo ações preferenciais) - PER – “Price-earnings rate” rácio do preço de mercado da ação pelo ganho em cada ação Controlo: - LogAssets – logaritmo do total do ativo - Financial_leverage – total do passivo dividido pelo capital próprio	removidas as empresas financeiras e real estate a única relação estatisticamente significativa foi entre o Q de Tobin e o “Board structure sub-index”
Bozcuk (2011)	Performance Effects of Outside Directors on Corporate Boards	Investigar se ter diretores externos independentes no conselho de administração afeta a performance das empresas.	2008-2010 / 300 Empresas cotadas na “Istanbul Stock Exchange (ISE)”.	Regressão linear múltipla.	Independentes: - IndepOnBoard – nº de diretores externos independentes no CA - IndepRatio – rácio entre o nº de diretores externos independentes e o nº total de diretores do CA Dependentes: - IAROE-3yrAvg – “industry-adjusted three-year average return on equity” – índice contabilístico - IAPP-ytd – “industry-adjusted price performance year to date” – índice de mercado Controlo: - BoardSize – nº de diretores do CA - lnEquity – tamanho da empresa - MV2BV – “market-to-book ratio” rácio do valor de mercado do capital próprio pelo seu valor contabilístico - FreeFloat – percentagem de capital próprio negociado na ISE Dummy: - BIG4 – se é auditada por uma das 4 maiores empresas de auditoria - XKURY – se está incluída no “Corporate Governance Index” da ISE - Industry – índice para representar 20 indústrias diferentes	O nº de diretores externos independentes no CA e o tamanho do CA estão positivamente relacionados com a performance. O “Board independent ratio” está relacionado negativamente com a performance, o que está de acordo com a “optimisation view” que argumenta que aumentando o nº de diretores externos além de um certo nível resulta num CA subótimo e numa consequente performance inferior. O nº de diretores externos independentes no CA e o tamanho do CA estão positivamente relacionados com a “industry-adjusted price performance”. É possível afirmar que empresas com maiores CA e um nº mais elevado de diretores externos independentes no CA superam em termos de performance os seus pares. Este estudo documenta um efeito positivo na performance, pelo facto de haver diretores externos independentes no CA das empresas Turcas.
Chen, Qi e Lin (2011)	Ownership Structure and Corporate Governance among Chinese Securities Firms	Investigar se as características da estrutura de propriedade das empresas cotadas na China afetam o seu governo societário através dos custos de agência.	2003-2005 / 369 empresas cotadas no Shanghai Stock Exchange (SHSE).	Regressão linear múltipla. Foram construídas várias regressões alternando as posições das variáveis dependentes,	- Committee – assume o valor 1 se existe mais de uma comissão especializada ou 0 caso contrário - Conference – assume o valor 1 se a empresa tiver mais de três reuniões do que a média do mesmo ano ou 0 caso contrário - Control – nº de ou a percentagem de diretores dos acionistas controladores - Dual – assume o valor 1 se o presidente for também o CEO ou 0 caso contrário - Finance – percentagem da participação no capital por instituições financeiras - First – percentagem atual de participação no capital pelo	O estudo demonstra que as características da estrutura de propriedade afetam o governo societário das empresas cotadas na China. A estrutura de propriedade tem uma habilidade inata para afetar a eficiência e a eficácia do governo societário. As empresas que pertencem ao grupo de controlo e ao grupo privado resistem mais à expropriação. As empresas do grupo de separação são mais propensas a formar comissões especializadas do que as do grupo de origem.

				<p>independentes , de controlo e dummy, de acordo com as hipóteses formuladas.</p>	<p>acionista controlador</p> <ul style="list-style-type: none"> - Government – assume o valor 1 se o presidente ou o CEO tiverem experiência de governo ou 0 caso contrário - Group – assume o valor 1 se a empresa pertence ao grupo dominador ou privado ou 0 caso contrário - Group₁₂ – assume o valor 1 se a empresa pertence ao grupo de origem ou 0 se pertence ao grupo de separação - Group₃₄ – assume o valor 1 se a empresa pertencer ao grupo privado ou 0 se pertencer ao grupo de controlo - IC – assume valor 1 se o relatório do auditor sobre o controlo interno é opinião qualificada ou 0 caso contrário - Insider – o nº de diretores a dividir pela soma dos diretores independentes e diretores nomeados pelo acionista controlador - TA – logaritmo natural do capital total da empresa - Year₂₀₀₃ – assume valor 1 se o ano é 2003 ou 0 caso contrário - Year₂₀₀₄ – assume valor 1 se o ano é 2004 ou 0 caso contrário 	
Valenti, Luce e Mayfield (2011)	The effects of firm performance on corporate governance	Investigar os efeitos da performance da empresa na composição do CA e estrutura do governo da sociedade.	Dois períodos 2000-2002 e 2003-2005 / 120 empresas cotadas no National Association of Securities Dealers Automated Quotations (NASDAQ), retirando as que tinham dados incompletos foram consideradas 90 empresas.	Regressão hierárquica.	<p>Independentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ROA – resultado operacional dividido pelo total do ativo - ROE – resultado líquido dividido pelo total do capital próprio - Market return – returns to shareholders - PE ratio – price earnings ratio - ▲ ROA – Variação de um período para o outro - ▲ ROE – Variação de um período para o outro - ▲ Market return – Variação de um período para o outro - ▲ PE ratio – Variação de um período para o outro <p>Dependentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Change in the number of directors - Change in the number of outside directors <p>Moderadoras:</p> <ul style="list-style-type: none"> - CEO power – percentagem de posse do CEO - Percentage of prestigious director – percentagem de nomeações do CEO para o CA <p>Controlo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Institutional Ownership – percentagem de ações detidas por blocos institucionais ou grandes acionistas - Log sales – tamanho da empresa, variável operacionalizada pelo logaritmo do registo de vendas em milhares de dólares 	Os resultados sugerem que os efeitos da performance sobre a composição do conselho são mais dramáticos quando há uma queda na performance da empresa. Medindo a alteração para pior da performance, num período de três anos em relação ao período de três anos anterior, o resultado foi menos membros do CA e menos membros independentes. As empresas cuja performance melhorou foram capazes de adicionar membros independentes ao seu CA. É possível que a performance, assim como o tamanho e reputação corporativa, sejam independentes da composição do CA. Em geral, os resultados continuam a seguir o padrão estabelecido por estudos anteriores: a relação entre a performance e as práticas de governança é fraca, na melhor das hipóteses, independentemente da casualidade. Em relação à composição do CA, o capital social e as influências de rede podem ser um determinante muito mais importante de participação no CA do que monitoramento à luz da teoria de agência.

Kumar e Singh (2012)	Outside Directors, Corporate Governance and Firm Performance: Empirical Evidence from India	Investigar a eficácia dos diretores externos sobre os CA das empresas não financeiras indianas. Mais especificamente, investigar se o monitoramento dos diretores cinzentos (não executivos e não independentes) e dos diretores independentes influencia a performance da empresa.	2008 / 200 empresas cotadas no Bombay Stock Exchange (BSE). Foram retirados 36 bancos e outras empresas financeiras e 1 empresa por ter dados incompletos. Amostra final situou-se nas 157 empresas.	Regressão OLS e regressão moderada por partes.	<p>Dependente:</p> <ul style="list-style-type: none"> - TobinQ (TobinQ) – o valor de mercado do património líquido mais o valor contabilístico da dívida de curto e longo prazo dividido pelo ativo total <p>Independentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Outside Directors (PerNE) – nº de diretores não executivos dividido pelo nº total de diretores do CA - Independent Directors (PerIND) – nº de diretores independentes dividido pelo nº total de diretores do CA - Grey Director (PerGR) – nº de diretores não executivos não independentes dividido pelo nº total de diretores do CA - Inside Ownership (InsOwn) – percentagem de capital da empresa pertença de promotores ou do grupo promotor - Board Size (BSIZE) – nº total de diretores do CA <p>Controlo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Firm Age (FAGE) – log natural do nº de anos da emp ref 2009 - Firm Size (FSIZE) – logaritmo natural do total do ativo - Firm Leverage (LEV) – Rácio entre a dívida de longo prazo e o total do ativo - Previous year firm profitability (LAGROA) – medido pelo lucro líquido a dividir pelo total do ativo <p>Dummy:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Board Leadership (NEDCHAIR) – assume valor 1 se o presidente é diretor não promotor não executivo ou 0 caso contrário 	Existe um efeito negativo dos diretores externos sobre a performance das empresas na Índia devido principalmente aos diretores cinzentos, pois os diretores independentes apresentam um efeito positivo mas não significativo. Pode concluir-se que o mercado valoriza as empresas com maior proporção de diretores independentes. No entanto, os promotores que são proprietário e controladores das empresas influenciam negativamente o desempenho dos diretores independentes. O estudo sugere que para se ter um CA independente, os diretores cinzentos devem ser substituídos por diretores independentes.
Reyna, Vásquez e Valdés (2012)	Corporate Governance, Ownership Structure and Performance in Mexico	Investigar a relação entre a estrutura de propriedade e a performance.	2005-2009 / 132 empresas cotadas na Mexican Stock Exchange. Depois de retiradas algumas empresas por terem dados incompletos ficaram 90 empresas.	Regressão linear múltipla – método dos mínimos quadrados de dois níveis e GMM.	<p>Independentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - OWN – participação do principal acionista (família) - CEOWN – participação do CEO - LEV – total do passivo dividido pelo total do ativo - SHA – diretor que é empregado a full time - OUT – diretores independentes <p>Dependentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Tobin Q – valor de Mercado do capital próprio mais o valor da dívida a dividir pelo total do ativo - Industry-adjusted Q – definido pelo Q de Tobin menos a média Q no mesmo setor de atividade, de acordo com a classificação da indústria da Bolsa Mexicana de Valores <p>Controlo:</p> <ul style="list-style-type: none"> - LTA – logaritmo do total do ativo - B – risco de mercado 	Em média as empresas mexicanas têm uma concentração de 44% de propriedade nas mãos de famílias. Os resultados obtidos corroboram a evidência dos estudos anteriores sobre mercados emergentes. No caso dos diretores externos e da dívida, os resultados mostram uma relação positiva entre estes e a performance. No entanto, mostram uma relação negativa entre a performance de empresa e a percentagem de propriedade do CEO e dos diretores acionistas, donde se pode concluir que o nível elevado de propriedade do CEO ou a presença de proprietários no CA têm um impacto negativo na performance,

						principalmente devido à falta de objetividade no processo de tomada de decisão, porque a família não encontra oposição.
Ergin (2012)	Corporate Governance Ratings and Market-based Financial Performance: Evidence from Turkey	Investigar se os investidores consideram as classificações (rankings) de governança corporativa na sua avaliação do preço das ações.	2006-2010 / 29 Empresas cotadas no Istanbul Stock Exchange (ISE) e que são classificadas pelas agências autorizadas na Turquia a publicarem ratings sobre governança corporativa. O total das observações foi de 69.	Regressão linear múltipla.	<p>Independentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - BVE – valor contabilístico do património líquido dividido pelo nº de ações - NI – lucro líquido dividido pelo nº de ações - CGS – pontuação atribuída pelas agências autorizadas na Turquia sobre a governança corporativa <p>Dependentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - P – preço da ação no final do último período fiscal <p>Dummy:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Y – representa cada ano abrangido, pelas observações assume valor 1 se o ano é 2006 (2007,2008,2009,2010) e 0 caso contrário 	De acordo com os resultados, o sub-score dos stakeholders é o subcomponente mais importante da governança corporativa. Pode-se afirmar que a comunicação eficaz e a cooperação entre a empresa e os seus stakeholders têm um impacto positivo sobre a performance da empresa. Os investidores tomam em conta um alto nível de divulgações públicas e transparência nos ratings, devido à necessidade dos acionistas e investidores precisarem de informações regulares e fiáveis sobre a empresa. Os resultados do estudo mostram que os rankings da governança corporativa têm reflexo nos valores de mercado das empresas e que os investidores têm em consideração na sua avaliação do preço das ações esses ratings.
Mollah, Farooque e Karim (2012)	Ownership structure, corporate governance and firm performance. Evidence from an African emerging market	Investigar a relação entre a estrutura de propriedade, as características do CA e a performance para determinar o papel do Governo das sociedades no comportamento da performance das empresas cotadas num mercado emergente de África, o de Botswana.	2000-2007 / 19 empresas cotadas no Botswana Stock Market.	Regressão linear múltipla – método dos mínimos quadrados (OLS).	<p>Independentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - SPONSOR – % de ações detida pelos administradores - GOVT - % de ações detida pelo governo - INST - % de ações detida por instituições - PUBLIC - % de ações detida pelo público em geral - FOREIGN - % de ações detida por instit/indivíduos estrangeiros - BETA – parâmetro beta - SIZE – logaritmo natural do ativo total - INDDUMY – dummy para a indústria - BOARDSIZE – nº de membros do CA - CHAR_AC – dummy para comissão interna auditoria presidida pelo presidente CA - CHAR_EC - dummy para comissão executiva presidida pelo presidente CA <p>Dependentes:</p> <ul style="list-style-type: none"> - ROA – resultado líquido / total do ativo - ROE – resultado líquido / capital próprio - LnMktCap – logaritmo natural do valor de mercado - TOBIN's Q – valor de mercado para o valor contabilístico 	Os resultados sugerem que é a medida de performance baseada no mercado que pode explicar o papel das variáveis de estrutura de propriedade e das características do conselho de administração na performance financeira das empresas. Os resultados alcançados permitem inferir que os investidores são menos atraídos, ligam menos aos valores apresentados por indicadores baseados na contabilidade e/ou híbridos da performance. Os resultados também sugerem que é a propriedade dispersa que melhora a performance e mitiga os conflitos de agência. Em complemento a presidência da comissão de auditoria e a presidência da comissão executiva influenciam, desempenhando um papel vital, a performance nos dois sentidos, respetivamente positivo e negativo.

Fonte: Elaboração Própria.

Apêndice IV – Empresas excluídas da amostra.

EMPRESA	ÍNDICE	MOTIVO DE EXCLUSÃO
BANCO SANTANDER	PSI GERAL	Banco
BANIF	PSI GERAL	Banco
BCP	PSI GERAL	Banco
BES	PSI GERAL	Banco
BPI	PSI GERAL	Banco
COMPTA	PSI GERAL	Capital Próprio Negativo
CTT	PSI GERAL	Entrada em Bolsa em 2011
ESFG	PSI GERAL	Sem dados disponíveis para o período 2010-2013
ES FINANCIAL	PSI GERAL	Sem dados disponíveis para o período 2010-2013
ES SAUDE	PSI GERAL	Sem dados disponíveis para o período 2010-2013
LISGRÁFICA	PSI GERAL	Capital Próprio Negativo
MONTEPIO	PSI GERAL	Banco
FC PORTO	PSI GERAL	Sociedade desportiva
SPORTING	PSI GERAL	Sociedade desportiva
SLB	PSI GERAL	Sociedade desportiva
BANCO POPULAR	IBEX 35	Banco
BANCO SABADEL	IBEX 35	Banco
BANKIA	IBEX 35	Banco
BANKINTER	IBEX 35	Banco
BBVA	IBEX 35	Banco
CAIXABANK	IBEX 35	Banco
DIA	IBEX 35	Entrada em Bolsa em 2011
INT AIRL GRP	IBEX 35	Criada em 2011
MAFRE	IBEX 35	Seguradora
SANTANDER	IBEX 35	Banco

Fonte: Elaboração própria

Apêndice V – Estatísticas descritivas por anos.

VARIÁVEIS	ANOS – Nº OBS	MÉDIA	D. PADRÃO	MÍNIMO	MÁXIMO
ROA	2010- 61	0.0451946	0.0795988	-0.4643048	0.2073542
	2011- 61	0.0392043	0.0748022	-0.3878666	0.233101
	2012- 61	0.044731	0.0571197	-0.0984808	0.2301273
	2013- 61	0.0440806	0.0564547	-0.1055156	0.241797
ROE	2010- 61	0.1376369	0.2120915	-0.2822964	1.262722
	2011- 61	0.0567793	0.2291036	-0.6939522	0.5766654
	2012- 61	-0.0086658	0.3615405	-1.897697	0.4046683
	2013- 61	-0.0790394	0.8605289	-6.304363	0.3650405
Q	2010- 61	0.9297395	0.7816126	-0.97324	4.528257
	2011- 61	0.7981332	0.6152522	-0.0636302	3.831106
	2012- 61	0.8667568	0.8347692	0.0571488	5.824129
	2013- 61	0.9619021	0.8506176	-0.0152986	5.615944
LNMKTCAP	2010- 61	20.665	2.163652	16.01274	25.07262
	2011- 61	20.39938	2.306001	15.7434	24.8356
	2012- 61	20.31698	2.420134	15.64809	24.9093
	2013- 61	20.60362	2.412482	14.69098	25.03641
EST	2010- 61	0.0314534	0.0896463	0	0.5107439
	2011- 61	0.0315478	0.0889557	0	0.49901
	2012- 61	0.0183094	0.0540625	0	0.3272316
	2013- 61	0.0158607	0.0536524	0	0.3272316
AP	2010- 61	0.3903404	0.2305843	0.05	0.9469
	2011- 61	0.385371	0.2306396	0.05	0.8469
	2012- 61	0.3886853	0.2427928	0.05	0.9411
	2013- 61	0.3993303	0.2474955	0.05	0.9469
CA	2010- 61	0.0755892	0.1618806	0	0.5933162
	2011- 61	0.0826594	0.172993	0	0.8015967
	2012- 61	0.0799236	0.1618463	0	0.6111195
	2013- 61	0.0814991	0.1767095	0	0.6526117
InvInst	2010- 61	0.1163505	0.1555762	0	0.7752809
	2011- 61	0.1293192	0.1531434	0	0.7752809
	2012- 61	0.1091521	0.1385434	0	0.7752809
	2013- 61	0.1051328	0.154188	0	0.8064041
PCACEO	2010- 61	0.6065574	0.4925677	0	1
	2011- 61	0.6393443	0.4841758	0	1
	2012- 61	0.6393443	0.4841758	0	1
	2013- 61	0.6065574	0.4925677	0	1
TAMCA	2010- 61	5.714929	1.866291	1.206949	9.831324
	2011- 61	5.740229	1.941839	1.206949	10.10003
	2012- 61	5.775087	2.017884	1.206949	11.56814
	2013- 61	5.792697	1.976264	1.206949	11.56814
IndepCA	2010- 61	-0.0176331	0.4068344	-1	0.75
	2011- 61	-0.0270482	0.4040235	-1	0.75
	2012- 61	-0.0127751	0.4093387	-1	0.7777778
	2013- 61	-0.003983	0.4028199	-1	0.7777778
LNRVEXE	2010- 61	9.041713	5.776126	0	14.66666
	2011- 61	8.457007	6.082608	0	15.11965
	2012- 61	8.261006	6.12801	0	14.95078
	2013- 61	8.000628	6.150629	0	14.95078
TAM	2010- 61	21.64781	1.919388	18.30455	25.58907
	2011- 61	21.66096	1.943589	18.30379	25.5879
	2012- 61	21.62912	1.986607	17.56818	25.58905
	2013- 61	21.61339	1.975942	17.59321	25.50123
DIVIDA	2010- 61	0.3447072	0.1853295	0.0004523	0.6937059
	2011- 61	0.3397482	0.1795732	0.0005421	0.7177516
	2012- 61	0.3360969	0.1889754	0.0005621	0.660139
	2013- 61	0.3476846	0.1939655	0.0004507	0.7394647
BIG4	2010- 61	0.8196721	0.3876509	0	1
	2011- 61	0.8360656	0.3732884	0	1
	2012- 61	0.8360656	0.3732884	0	1
	2013- 61	0.8852459	0.32137	0	1

Fonte: Elaboração própria

Anexo I – Exemplos de escândalos internacionais.

Empresa	Situação	Ano	Consequência
Waste Management	Descoberto pelo novo CEO e respetiva equipa de gestão 1,7 biliões de dólares de falsos lucros, conseguidos através do aumento do tempo de depreciação dos bens, instalações e equipamentos nos balanços.	1998	Uma reclamação judicial dos acionistas no valor de 457 milhões de dólares e a SEC multou a empresa de auditoria “Arthur Andersen” em 7 milhões de dólares.
Xerox	Falsificação de resultados financeiros, empolamento dos rendimentos durante 5 anos.	2000	A empresa pagou multas à SEC e está operacional.
Enron (CMS Energy, Duke Energy, Dynegy el Paso)	Empolamento de resultados, ocultação de um bilião de dólares de passivo (utilizando outras empresas do grupo), manipulação de mercado, suborno de governo com intuito de ganhar contratos.	2001	Falência. A empresa auditora “Arthur Andersen” foi considerada culpada de forjar as contas da Enron.
WorldCom	Descoberto pelo departamento de auditoria interna da empresa o empolamento de cash flows (registo de 3,8 biliões de dólares como despesas de capital), empréstimo de 400 milhões ao fundador da empresa.	2002	Falência, 30.000 empregos perdidos e 180 biliões de dólares de perdas para os investidores.
Merck	Registo de 12,4 biliões de dólares de copagamentos de entidades que nunca foram recebidos.	2002	Operacional, mas atualmente tem código de ética.
Tyco	Receitas falsificadas em 500 milhões de dólares, desvio de 150 milhões de dólares pelos CEO e CFO.	2002	Multa paga à SEC de 2,92 biliões de dólares.
Parmalat	Empolamento de ativos através de paraísos fiscais com uma dinâmica liberal de globalização.	2003	Falência.
Healthsouth	Vendas empoladas em 1,4 milhões de dólares para agradar aos stakeholders.	2003	Prisão. A venda de um lote de 75 milhões de dólares em ações no dia anterior ao dia que a empresa registou um prejuízo enorme, fez com que a SEC investigasse.
Freddie Mac	Não registo de rendimentos no valor de 5 biliões de dólares.	2003	125 milhões de dólares de multa, pagos à SEC após inspeção das contas da empresa.
AIG – American Insurance Group	3,9 biliões de dólares de empréstimos que foram considerados rendimentos.	2005	Pesadas multas aplicadas pela SEC: 10 milhões de dólares em 2003, 1,64 biliões de dólares em 2006 com constituição do “Louisiana pension fund” de 115 milhões de dólares e de 3 “Ohio pension funds” de 725 milhões de dólares.
Lehman Brothers	Disfarçaram como vendas 50 biliões de dólares de empréstimos. Vendiam ativos tóxicos a bancos nas ilhas Cayman com o entendimento de os recomprar.	2005	Falência.
Bernie Madoff	Fraude de 64,8 biliões de dólares. Os investidores ganhavam apenas proveitos das suas aplicações de capital e não de lucros.	2008	Prisão, os seus filhos denunciaram-no à SEC.
Saytam	Empolamento de rendimentos em 1,5 biliões de dólares através de vendas falsificadas, margens e saldos de caixa.	2009	O fundador da empresa admitiu a fraude em carta ao conselho de administração da empresa. Pesadas multas aplicadas pela SEC.

Fonte: Adaptado de Wells (2014) e de “10 biggest accounting scandals” acedido em <http://www.accounting-degree.org/scandals>.

Anexo II – “Sarbanes-Oxley Act of 2002” – Secções

Secções	Tópicos
101-109	Criação do PCAOB, supervisão, financiamento e tarefas
302, 401-406, 408-409, 906	Novas regras de divulgação incluindo sistemas de controlo e certificações oficiais
201-209, 303	Regulamento das empresas de auditoria das empresas cotadas e relacionamento auditor – cliente
301, 304, 306, 407	Governo das sociedades para as empresas cotadas (normas da comissão de auditoria e proibição de empréstimos oficiais)
501	Regulamento dos analistas de valores mobiliários
305, 601-604, 1103, 1105	Financiamento e poderes
802, 807, 902-905, 1102, 1104, 1106	Sanções criminais
806, 1107	Proteções aos empregados denunciadores
308, 803-804	Diversos (criação do “Fair Fund”, lei da falência, etc.)

Fonte: Coates IV (2007)

Anexo III – Princípios da OCDE sobre o Governo das sociedades.

Princípio	Descritivo
I. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do Governo das sociedades.	O enquadramento do Governo das sociedades deve promover mercados transparentes e eficientes, estar em conformidade com o princípio do primado do direito e articular claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis.
II. Os direitos dos acionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos.	O enquadramento do Governo das sociedades deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.
III. O tratamento equitativo dos acionistas.	O enquadramento do Governo das sociedades deve assegurar o tratamento equitativo de todos os acionistas, incluindo acionistas minoritários e acionistas estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violação dos seus direitos.
IV. O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no Governo das sociedades.	O enquadramento do Governo das sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação ativa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.
V. Divulgação de informação e transparência.	O enquadramento do Governo das sociedades deve assegurar a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que respeita à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da empresa.
VI. As responsabilidades do órgão de administração.	O enquadramento do Governo das sociedades deve assegurar a gestão estratégica da empresa, um acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo órgão de administração e a responsabilização do órgão de administração perante a empresa e os seus acionistas.

Fonte: Adaptado de “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das sociedades” [on-line] disponível em:

<http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf> .

Anexo IV – Indicadores da OCDE sobre Investidores Institucionais.

Dataset: Institutional investors indicators

Indicator	Investment funds, assets, securities other than shares, except financial derivatives, as a percentage of total financial assets													
Time	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Country														
Australia	36,35865	35,85096	36,80093	34,422	34,9049	34,99546	29,75166	30,8935	36,26149	27,94932	26,26982	33,0943	31,26279	..
Austria	66,24609	66,77688	74,93484	72,6985	70,9342	68,08004	64,43345	61,48703	66,25368	65,63191	61,73243	65,06936	64,94704	..
Belgium	23,6323	24,6678	27,92526	24,55486	27,47792	23,55676	23,30261	30,74405	39,65053	35,50357	35,99959	40,02925	32,80402	..
Canada	28,82267	33,70939	32,4241	29,87535	27,64763	26,08451	24,09182	24,97404	32,55394	28,21108	26,68957	30,01389	28,24583	25,33592
Chile	79,13416	81,17263	86,47939	81,85796	79,3427	72,8913	68,92781	61,90349	76,02898	71,27792	62,42366	69,44578	70,65067	74,3317
Czech Republic	55,43715	50,42292	60,34352	67,30627	66,71317	64,65266	59,78297	52,53434	58,9802	49,35981	46,5902	43,03609	38,57581	..
Denmark	38,67875	47,73176	62,29391	64,4911	56,87162	51,85604	46,69118	46,81622	54,95985	56,32582	59,46072	61,52498	59,39365	55,43369
Estonia	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	11,54774	15,10287	15,01693	11,31588
Finland	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
France	..	..	..	..	..	..	..	..	52,17144	50,03241	47,25016	49,32905	49,50272	46,08579
Germany	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Greece	24,80578	26,36573	30,05107	32,22422	36,63863	49,56595	31,77853	43,58288	34,61629	31,63112	33,00961	33,75687	30,05608	34,48446
Hungary	84,49727	78,27295	63,1768	66,71308	54,06563	46,67588	28,58877	27,96806	22,29864	23,13594	28,3654	24,68862	25,43068	32,04268
Iceland	80,95399	82,06862	86,04798	81,35032	84,32174	67,82224	72,56352	70,35829	84,06377	81,93575	83,26467	74,67229	69,91158	63,031
Ireland	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Israel	..	..	..	77,13548	74,60541	75,25694	70,05385	73,21961	70,0073	78,46101	77,69647	79,16953	79,09579	72,88096
Italy	..	..	..	..	..	..	66,99954	72,2407	64,21787	63,65123	61,97589	59,71802	58,48724	..
Japan	17,878	15,82463	16,99356	13,01254	14,11484	9,283792	9,61899	13,88622	15,86115	16,41443	16,21465	15,81069	15,37511	13,1165
Korea	..	..	56,6531	50,26873	58,5318	44,77538	47,19037	48,09807	41,61165	49,12591	53,84927	49,83957	..	..
Luxembourg	39,46322	42,70693	50,05911	49,34534	47,30357	41,25173	39,30415	36,81565	41,7942	43,19569	41,01844	42,591	44,36678	41,249
Mexico	90,13428	91,04742	91,47323	87,47121	85,97289	87,48829	86,40583	86,20039	89,73512	86,75095	79,31725	..	..	..
Netherlands	11,97645	15,30203	20,66692	22,31124	24,28979	19,48185	16,40532	14,99685	20,06907	32,51495	29,713	32,21299	33,04204	33,41259
Norway	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Poland	..	..	..	80,80925	67,74463	55,30704	41,58535	35,98124	46,55006	38,97368	41,42151	44,17561	43,40677	42,32889
Portugal	61,2818	65,85284	71,23951	71,68167	70,55617	69,86478	66,8089	59,31003	58,56374	56,12983	52,66573	52,20366	49,59067	41,77398
Slovak Republic	47,34774	66,99829	67,15076	75,95326	62,43895	64,82944	52,58558	49,68872	60,0051	52,32117	46,46518	45,17172	..	..
Slovenia	..	3,050633	5,801582	8,970362	14,70501	15,50595	9,880177	7,749684	11,64435	9,976644	10,20863	12,88162	13,63495	11,88132
Spain	52,12878	55,33264	59,6485	59,80791	57,16606	56,34016	52,22562	53,53181	57,9614	59,63581	56,25596	62,85934	60,0271	54,66563
Sweden	15,33558	22,34094	32,97829	28,35826	29,96678	24,44187	21,88474	20,72883	28,0725	22,82572	20,95873	24,7386	21,80378	21,17811
Switzerland	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..	..
Turkey	67,25064	72,51587	82,44211	94,90812	93,39944	94,30985	95,20783	93,52448	91,95792	89,21892	76,7425	79,20084	56,64705	47,408
United Kingdom	9,954077	11,47634	17,0174	15,98394	15,86183	18,57242	19,37545	18,82918	22,68133	21,39455	21,56878	23,97591	24,68124	21,76833
United States	38,83646	44,13222	49,58443	44,54961	39,77831	37,34911	36,22083	36,40962	50,47712	43,48432	41,23459	44,95512	44,07969	38,77995
Russia	..	..	..	..	..	7,961498	9,86876	8,614902	8,758583	8,922752	6,363931	7,76936	8,921638	9,551886

Fonte: OCDE site (on-line disponível em: <http://stats.oecd.org/>).