

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM: GESTÃO/MBA

**O GOVERNO DAS SOCIEDADES (*CORPORATE
GOVERNANCE*) – ANÁLISE DO DESEMPENHO DAS
SOCIEDADES COTADAS EM BOLSA RESPONDENTES AO
4º INQUÉRITO DA CMVM SOBRE PRÁTICAS RELATIVAS
AO GOVERNO DAS SOCIEDADES**

TIAGO ALMOCIM ESTEVES RAINHA DUARTE

Orientação: Prof. Doutor Fernando Lopes Ribeiro Mendes

Júri:

Presidente: Prof. Doutor José António de Azevedo Pereira

Vogais: Prof. Doutor Júlio Manuel Santos Martins
Prof. Doutor Fernando Lopes Ribeiro Mendes

Janeiro/2007

RESUMO

A concretização do presente trabalho tem por objectivo estudar se as empresas com melhor governo das sociedades são as que têm melhor desempenho.

Visando uma sistematização dos principais contributos teóricos sobre a temática do governo das sociedades e a caracterização do governo das sociedades em Portugal e a nível internacional, procedeu-se a revisão bibliográfica, que também foi útil na constituição da amostra a utilizar no estudo empírico e na definição da métrica para a avaliação de desempenho. Em termos empíricos, o estudo toma como referência o trabalho de 2003, de dois reputados autores norte-americanos nesta área, Paul W. MacAvoy e Ira M. Millstein, tendo incidido sobre o universo das sociedades cotadas no mercado de cotações oficiais da Euronext Lisboa que responderam ao “4º Inquérito da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)”, com o objectivo de averiguar se seguiam as recomendações publicadas por este organismo sobre o Governo das Sociedades. O horizonte temporal do estudo é de 1998-2003 e recorreu-se a uma avaliação do desempenho baseada no valor.

Os resultados obtidos demonstram que as sociedades mais cumpridoras das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades são as que apresentam um melhor desempenho, tendo-se procurado validar estes resultados através de uma regressão linear, mas sem sucesso.

Palavras chave: governo das sociedades, órgãos de administração, métrica de desempenho

ABSTRACT

This work aimed to study if the companies with better corporate governance can be associated with better corporate performance.

Aiming the systematization of the most important theories concerning corporate governance and the characterization of corporate governance in Portugal and worldwide, a bibliographic review has been made, which was also useful in the creation of the sample to be studied and in the metric definition to evaluate corporate performance. In empirical terms, this study takes as reference the 2003 work of two renowned American authors in this field, Paul W. MacAvoy and Ira M. Millstein, and focus on public traded companies at Euronext Lisbon that have answered to the “4º Inquérito da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)”, whose purpose was to determine if recommendations issued by CMVM were being followed. The time period covered is 1998-2003 and the metrics used to evaluate corporate performance was based in the economic value added.

Obtained results show that the companies that comply more with CMVM’s recommendations are the ones with better performance, although it wasn’t possible to validate these results through a regression analysis.

Keywords: corporate governance, boards, metrics for performance

AGRADECIMENTOS

A elaboração de uma tese de mestrado em gestão por um engenheiro que na sua actividade profissional não tem contacto directo com os assuntos de gestão, não é tarefa fácil.

A sua concretização só foi possível devido ao apoio de várias pessoas, das quais destaco, em primeiro lugar, o Prof. Doutor Fernando Lopes Ribeiro Mendes, orientador da tese, pela disponibilidade com que sempre me recebeu.

Agradecia ao Mestre António Carlos de Oliveira Samagaio e ao Mestre Pedro Luís Pereira Verga Matos pelo seu apoio, essencial na parte empírica.

Finalmente, o meu obrigado à minha família e amigos, em particular ao meu pai, pelo seu papel importante nas críticas ao trabalho desenvolvido e na revisão final do texto.

ÍNDICE

1	INTRODUÇÃO	8
2	O GOVERNO DAS SOCIEDADES	11
2.1	Enquadramento	11
2.2	Definições	13
2.3	Teoria de agência	14
2.4	Teoria de custo transacção	15
2.5	Conclusões	17
3	MECANISMOS DE ACÇÃO DOS PRINCIPAIS SOBRE A GESTÃO	18
3.1	Ofertas Públicas de Aquisição	20
3.2	Concentração de propriedade	22
3.3	Órgãos de administração	24
3.4	Remuneração dos gestores e dos directores	25
3.5	Monitorização por parte dos credores	29
3.6	Outros mecanismos vertente externa	29
3.7	Conclusões	30

4	O GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL	32
4.1	Contexto jurídico	32
4.2	Responsabilidade civil dos administradores	35
4.3	Ofertas Públicas de Aquisição e investidores institucionais	36
5	O GOVERNO DAS SOCIEDADES A NÍVEL INTERNACIONAL	38
5.1	Alemanha	39
5.2	Japão	41
5.3	Reino Unido	43
5.4	EUA	45
5.5	Conclusões	48
6	PRINCÍPIOS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES	49
6.1	O Relatório Cadbury	49
6.2	OCDE	51
6.3	O panorama na União Europeia	56
6.4	A Lei de Sarbanes-Oxley	61
6.5	Conclusões	64

7	ESTUDO EMPÍRICO	66
7.1	Introdução	66
7.2	Recomendações e regulamentos da CMVM	70
7.3	Inquéritos às sociedades cotadas	74
7.4	Amostra	76
8	METODOLOGIA	79
8.1	Métrica para a avaliação do desempenho	79
8.2	Cálculo do Resultado Residual	82
8.3	Ordenamento da amostra	88
9	RESULTADOS	89
9.1	Resultado Residual em função do Grau de Cumprimento	90
9.2	Spread em relação à média do sector	92
9.3	Regressão linear	94
10	CONCLUSÕES	96
11	BIBLIOGRAFIA	100

ANEXO 1: RESULTADOS

ANEXO 2: REGRESSÃO LINEAR

ANEXO 3: MACROS EXCEL

1 Introdução

Os escândalos financeiros e as suas consequências nefastas —dramas a nível individual e colectivo, quebras de confiança nos mercados perturbando o normal funcionamento das empresas— foram frequentes, atribuindo-se a sua ocorrência na maior parte dos casos à forma como eram governadas as sociedades. Um dos primeiros delitos de que há registo deu-se em 1720, no Reino Unido, com a compra por parte dos investidores de acções da empresa The South Sea Company¹ a preços inflacionados e a consequente bancarrota com a queda do mercado.

Com a globalização e a liberalização do mercado de capitais verificadas a partir de finais dos anos 80, os escândalos financeiros passaram a ter repercussões mais vastas: ultrapassam facilmente o mercado geográfico em que as empresas estão situadas, quando antes os seus efeitos fora desse mercado eram praticamente negligenciáveis. Veja-se o que sucedeu, no início dos anos 90, com a Maxwell (1991), no Reino Unido, e mais recentemente com os casos da Enron (2001) e Worldcom (2002), nos EUA, ou ainda da Swissair (2002), na Suíça, e Parmalat (2003), na Itália.

Numa tentativa de evitar a repetição destas situações ou restringir os seus efeitos, tem-se assistido à publicação de regulamentos e de códigos de boas práticas em termos de

¹ A empresa detinha a exclusividade dos direitos de comércio na América do Sul espanhola, tendo os efeitos da “crise” ultrapassado os limites da empresa, pelo facto desta ter assumido parte da dívida pública em troca de acções.

governo das sociedades em vários países. Portugal não escapa a essa tendência, cabendo esse papel à Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Replicando um estudo feito para o mercado norte-americano, este trabalho pretende comprovar se as sociedades cotadas na Euronext Lisboa que cumprem com as recomendações emitidas por este organismo são as que apresentam também um melhor desempenho.

O trabalho está dividido em duas partes: a primeira, de revisão bibliográfica, abrange os capítulos 2, 3, 4, 5 e 6; a segunda, parte empírica, está coberta pelos capítulos 7, 8, 9 e 10.

No capítulo 2 são apresentadas algumas definições existentes na literatura sobre governo das sociedades e teorias relacionadas com este tema.

O capítulo 3 descreve os mecanismos utilizados para alinhar os interesses dos principais (accionistas) com os agentes (gestores) e apresenta resultados de estudos empíricos realizados.

Os capítulos 4 e 5 sintetizam, respectivamente, os aspectos mais relevantes do governo das sociedades em Portugal e dos países que constituem uma referência em termos do sistema de governo das sociedades adoptado (Alemanha, Japão, Reino Unido e Estados Unidos da América).

Conclui-se a parte da revisão bibliográfica, capítulo 6, com referência aos Princípios de governo das sociedades publicados na União Europeia, nos Estados Unidos da América e por parte da OCDE.

A parte empírica inicia-se no capítulo 7 com a indicação dos objectivos e âmbito do estudo a efectuar, bem como com a descrição da base de dados utilizada.

No capítulo 8 é apresentada a metodologia utilizada e no capítulo 9 os resultados obtidos.

Finalmente, no capítulo 10 indicam-se as principais conclusões resultantes do estudo efectuado.

2 O Governo das Sociedades

2.1 Enquadramento

Para alguns autores as questões em torno do governo das sociedades resumem-se a um problema de agência², com a gestão em certas situações a funcionar como agente de si própria em vez de agente dos investidores. Este comportamento havia sido denunciado por Adolf Berle e Gardiner Means no seu livro “The modern corporation and private property” (1932), ou mesmo por Smith (1775, p. 362):

“Dos directores destas companhias, contudo, sendo administradores, mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, não se pode esperar que cuidem dele com a mesma vigilância aturada com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu. (...) Deste modo, a negligência e o esbanjamento têm sempre, mais ou menos, que prevalecer na administração dos negócios de uma companhia deste tipo.”

A própria expressão “governo das sociedades”, além de recente —o seu equivalente na língua inglesa não existia até há cerca de 30 anos atrás (Zingales, 1997) — não é consensual, adoptando-se por vezes designações alternativas como a de “governância”, ou a expressão anglo saxónica “corporate governance”. No entanto, por razões de

² Shleifer e Vishny (1996).

coerência, ir-se-á utilizar daqui em diante apenas a primeira (“governo das sociedades”) por ser a adoptada pela CMVM.

A preocupação com o governo das sociedades tem sido particularmente notória nos últimos 20-30 anos, o que de acordo com Becht *et al.* (2003) se deveu fundamentalmente aos seguintes acontecimentos:

1. Onda mundial de privatizações nas últimas duas décadas, que veio a colocar a questão sobre como é que as empresas privatizadas deveriam ser dirigidas e controladas. Muitas destas privatizações foram conduzidas através de Ofertas Públicas de Venda (OPV's), o que veio a dinamizar bastante os mercados de acções (Banco Mundial, 2002, p. 60) e a chamar a atenção para a protecção dos pequenos accionistas.
2. Reforma dos fundos de pensões, com cada vez mais poupanças a serem canalizadas para planos de contribuição definida de investidores institucionais, levando estes a serem um dos grandes detentores de activos e, conseqüentemente, com larga influência no Governo das Sociedades.
3. Fusões e aquisições.
4. Integração dos mercados de capitais a nível mundial e a promoção de regras relativas ao Governo das Sociedades em mercados emergentes (Europa de Leste ou Ásia, p.e.), como forma de proteger e encorajar o investimento estrangeiro nesses mercados.
5. A crise asiática de 1998.
6. Os escândalos financeiros e falências de empresas ocorridos recentemente nos EUA.

2.2 Definições

Em Cadbury (1992), o Governo das Sociedades é definido como sendo “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e controladas”, desenvolvendo a OCDE um pouco mais este conceito ao indicar que “envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.” (OCDE, 2004).

Por sua vez, para a CMVM o governo das sociedades é “...o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado” (CMVM, 2005).

Existem, no entanto, várias definições alternativas de Governo das Sociedades, todas igualmente aceitáveis, dadas as várias perspectivas sobre este assunto. Como exemplo, pode-se referir a de Shleifer e Vishny (1996), para quem o “...Governo das Sociedades lida com as formas pelas quais os fornecedores de capital para as Organizações asseguram a eles próprios a obtenção de retorno ao seu investimento”, ou a de Weiss (1978), citado em Evan (1993), de que “o governo das sociedades refere-se à estrutura de autoridade e de tomada de decisão de uma organização”.

2.3 Teoria de agência

Na teoria de agência um dos artigos mais referenciados é o de Jensen e Meckling (1976), onde é evidenciada a relação entre a teoria de agência e a propriedade da organização. Aí são também definidos dois conceitos: o de relação de agência e o de custos de agência.

A relação de agência é considerado como um contrato, explícito ou implícito, sob o qual uma ou mais pessoas —o(s) principal(ais)— levam a que outra —o agente— actue em sua representação, o que envolve delegação de poder de decisão no agente.

Quanto aos custos de agência, envolve a soma das seguintes parcelas: **(1)** custos de fiscalização pelo principal, **(2)** custos de ligação (*bonding*) pelo agente e **(3)** da perda residual, correspondente à perda de riqueza do principal em resultado da divergência de interesses entre ele e o agente.

Tendo em conta a relação principal-agente numa organização os accionistas podem ser vistos como os principais, os quais delegam a sua autoridade nos gestores, que serão assim os seus agentes. Os conflitos de interesse que tipicamente surgem entre ambos são:

1. Obtenção de benefícios não pecuniários por parte dos gestores, como os resultantes da aquisição de novas empresas, ou da frota automóvel colocada ao seu dispor, muitas vezes contraditórios com a maximização do rendimento dos accionistas;
2. Diferentes atitudes face ao risco – os gestores são normalmente mais avessos ao risco do que os accionistas, devido à sua riqueza estar estreitamente ligada ao

desempenho da Organização, enquanto os accionistas possuem um portfolio de activos diversificado, reduzindo o risco;

3. O facto dos gestores privilegiarem as acções de curto prazo, demonstrando sucesso, em detrimento de acções de longo prazo, mais favoráveis à Organização.

Neste enquadramento é de prever que os accionistas introduzam medidas que lhes permitam fiscalizar e limitar as acções dos gestores, de forma a garantir que haja uma convergência de interesses.

2.4 Teoria de custo transacção

A Teoria de Custo Transacção não tem uma ligação particular com o Governo das Sociedades, embora seja muitas vezes mencionada no seu estudo (veja-se Zingales, 1997), o que se deve aos ensinamentos que podem ser retirados da metodologia que lhe serve de base. É utilizada essencialmente para explicar problemas económicos em que a especificidade dos activos desempenha o papel principal, recorrendo a uma abordagem multidisciplinar envolvendo Economia, Teoria das Organizações e Direito (“lei dos contratos”), enquanto os problemas do Governo das Sociedades são essencialmente devidos a uma assimetria de informação entre os gestores e os principais.

Os dois pressupostos em que assenta são a racionalidade limitada, que considera que os participantes na transacção têm “uma capacidade cognitiva limitada para formular e resolver problemas complexos” (Evan, 1993), daí que “todos os contratos complexos

são inevitavelmente incompletos” (Williamson, 2002), e o oportunismo dos participantes.

Williamson (2002) considera três atributos para as transacções: a especificidade dos activos (físicos, humanos, uma marca, etc), as perturbações a que está sujeita e a frequência com que ocorrem.

Nas transacções em que a especificidade dos activos é relevante, o que a teoria de custo transacção diz é que é originada uma dependência bilateral, em que os “...compradores não se podem virar facilmente para fontes alternativas de fornecimento, enquanto os fornecedores só podem adaptar os seus activos especializados ao seu próximo melhor uso ou utilizador à custa da perda de valor produtivo.” (Williamson, 2002).

Ou seja, mesmo que haja um elevado número de fornecedores à partida, estes são transformados num reduzido número de fornecedores na execução e renovação do contrato. A isto Williamson (1996, 2002) denomina de *Fundamental Transformation*.

2.5 Conclusões

Foi feita a primeira abordagem ao governo das sociedades, começando por se enumerar os vários acontecimentos a nível mundial que nos últimos anos chamaram a atenção para este assunto, nomeadamente, o papel cada vez mais preponderante dos investidores institucionais, as fusões e aquisições, ou os recentes escândalos financeiros envolvendo empresas norte-americanas.

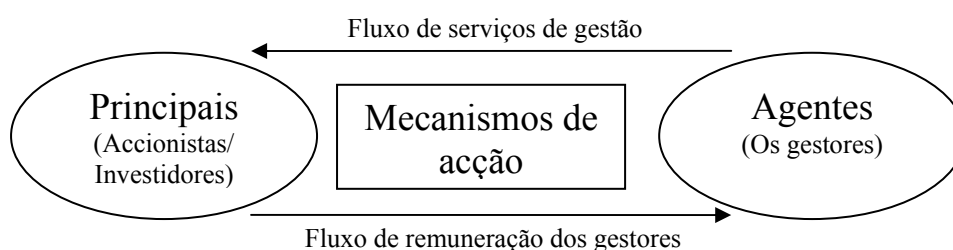
De seguida, foram apresentadas várias definições para governo das sociedades, não havendo nenhuma consensual, embora muitas vezes seja referida a de Cadbury (1992), segundo a qual o governo das sociedades é “o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e controladas”.

Finalmente, introduziu-se a teoria de agência, a qual irá estar subjacente em todos os aspectos analisados e estudados neste trabalho, definindo-se relação de agência como um contrato, pelo qual uma ou mais pessoas —o(s) principal(ais)— levam a que outra —o agente— actue em sua representação, mediante a delegação do poder de decisão nesse agente. Numa sociedade comercial os principais serão os accionistas e os agentes os gestores. Dado que em muitos documentos é mencionada a teoria do custo transacção, optou-se por também incluí-la neste capítulo, embora não tenha uma particular relação com o governo das sociedades.

3 Mecanismos de acção dos Principais sobre a Gestão

Dado o problema de agência que o Governo das Sociedades implica, convém estudar os mecanismos de acção colectiva ao dispor dos accionistas para reduzir as assimetrias de informação e as dificuldades de fiscalização.

Figura 1 - Interação Principais-Agentes



Tais mecanismos corresponderiam à “vertente interna” do governo das sociedades, conforme a designação dada pela CMVM (2005). A “vertente externa” seria a “avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado...” (CMVM, 2005). Alguns autores (Iskander, 2000, p.e.) seguem uma abordagem semelhante, distinguindo os mecanismos que se referem a incentivos internos, ou seja, que definem as relações entre os principais intervenientes na Organização, dos que se referem a forças externas, como a legislação e os regulamentos.

Embora não esteja explícita esta divisão no Quadro presente na página seguinte, facilmente se reconheceria como pertencentes aos primeiros todos os mecanismos

relacionados com o órgão de administração, os accionistas e os gestores (remuneração e incentivos) e aos segundos os restantes.

Quadro 1 - Mecanismos de acção dos principais sobre a gestão

Mecanismos	Becht <i>et al.</i> (2003)	Agrawal e Knoeber (1996)	Shleifer e Vishny (1996)	Strong e Waterson (1987)
OPA's	x	x	x	x
Monitorização contínua e activa por parte de um accionista dominante, ou de um investidor institucional	x	x	x	
Eleição de um órgão de administração representando os interesses dos accionistas	x		x	
<i>Outsiders</i> nos órgãos de administração		x		
Remuneração e incentivos aos gestores	x	x		x
Monitorização por parte dos credores	x	x	x	
Mercado de trabalho dos gestores		x		x
Mercado dos produtos				x
Ameaça de falência			x	x
Regulação	x		x	

3.1 Ofertas Públicas de Aquisição

Antes de se proceder à análise do efeito das Ofertas Públicas de Aquisição (OPA's) no governo das sociedades, deve-se ter presente que elas incidem apenas sobre uma pequena percentagem do número total de empresas cotadas e que a maioria dos estudos existentes neste domínio foram feitos tendo como base os mercados norte americano e inglês, que são também aqueles onde este mecanismo é mais utilizado.

As OPA's têm duas vantagens: reduzem o monopólio de informação do gestor incumbente e são disciplinadoras da gestão. Este último aspecto levaria a supor que as organizações mais afectadas fossem as que apresentam pior desempenho. Contudo, uma análise das OPA's com sucesso nos EUA mostra que a característica mais significativa das empresas adquiridas é a de serem de menor dimensão do que outras empresas, enquanto no Reino Unido os dados também não demonstram que essas empresas tenham um desempenho inferior ao das outras (Becht *et al.*, 2003).

Para uma OPA ter sucesso é necessário que o oferente consiga mais de 50% das acções com direito de voto, pelo que muitas vezes surge a questão se é válida a regra de “uma acção um voto” aplicada por algumas entidades reguladoras. Vários autores têm estudos que apontam claramente no sentido do sim (Becht *et al.*, 2003). Para o efeito, esses autores referem que sob a regra “uma acção um voto” os oferentes ineficientes têm que pagar o preço mais alto possível para adquirirem o controlo; ou então, que o ser necessário ter maioria simples para governar muito provavelmente conduzirá à eficiência ao tratar a gestão incumbente e o oferente de igual modo.

Como forma de se precaverem contra as OPA's, as Organizações podem adoptar medidas de defesa —limites ao exercício dos direitos de voto, restrições à transmissibilidade de acções, direitos especiais de algum accionista e acordos parassociais, entre outros³—, embora haja quem preconize a regulação destas medidas, de forma a limitá-las. Os resultados obtidos também são mistos, conforme menciona Becht *et al.* (2003), mostrando que se por um lado as defesas permitem aos Presidentes da Comissão Executiva/CEO's protegerem-se melhor num ambiente de fortes aquisições e evitarem ser despedidos, por outro as medidas contra as OPA's aumentam o prémio a receber. No caso dos EUA, os últimos dados sugerem que em média o efeito de adopção de medidas de defesa é ligeiramente negativo (Gompers *et al.*, 2001), que também mostra que os investidores com posições longas em empresas com “fortes protecções ao accionista” e posições curtas em empresas com “fracas protecções ao accionista” teriam retornos acrescidos.

³ Em Nunes (2001, p. 66-67) encontra-se uma caracterização mais extensa destas medidas, classificando-as em defesas preventivas (“*shark repellents*”) e defesas contra ofertas em curso: “As defesas preventivas podem classificar-se em medidas defensivas organizatórias (*staffização* da administração, entronização de accionistas minoritários em certos órgãos), limitações do direito de voto (*lock-up amendments*), esquemas financeiros (restringir o direito a dividendos aos accionistas mais antigos, estabelecer enormes indemnizações para administradores em caso de cessação antecipada do contrato) e medidas de controlo sobre as acções (concessão de direitos de preferência, necessidade de consentimento da sociedade para a alienação das acções). (...) Existem vários exemplos de medidas de defesa contra ofertas em curso, nomeadamente: *golden parachutes* (esquemas destinados a propiciar largas compensações aos administradores); venda dos melhores activos da sociedade visada (*crown jewels*); recurso a controlos estaduais (*safe harbour*); a batalha legal, ...”.

3.2 Concentração de propriedade

A concentração de propriedade e/ou de poder de voto é a forma mais vulgar de governo das sociedades nos países da OCDE e nos países em vias de desenvolvimento, o que é corroborado pelos resultados de um estudo conduzido por La Porta *et al.* (1998a) em 27 países desenvolvidos e incidindo sobre empresas cotadas, que demonstram que as empresas com accionista maioritário são dominantes e que na maior parte das vezes esse accionista é uma família (segue-se o Estado como accionista maioritário mais frequente). Outras conclusões são: a forma de controlo mais comum das empresas é através de uma estrutura piramidal e países onde há uma boa protecção ao investidor são os países onde há uma proporção mais elevada de empresas de capital disperso.

Tem como grande vantagem o permitir que o accionista maioritário tenha o poder suficiente para controlar a gestão e implementar as mudanças necessárias, mas acarreta também os seus próprios problemas de agência com a possibilidade de expropriação dos accionistas minoritários, atendendo a que “o accionista maioritário está, por norma, directa ou indirectamente, envolvido na gestão e dispõe de mais informação que os accionistas minoritários. Pode usar esta assimetria de informação em proveito próprio, em prejuízo da empresa no seu todo, e dos accionistas minoritários em particular.” (Silva *et al.*, 2006). Shleifer e Vishny (1996, p. 33) referem a expropriação de investidores, empregados e outros sujeitos relevantes no governo das sociedades (*stakeholders*), para além da dos gestores, que poderão não ter a motivação necessária para efectuar investimentos avultados na empresa.

Contudo, para o governo das sociedades o que mais importa não é a maior ou menor concentração de propriedade e/ou de poder de voto, mas sim a capacidade dos accionistas intervirem e exercerem controlo sobre a gestão se necessário.

No caso dos mercados accionistas com liquidez há quem argumente que tendo os investidores a opção de facilmente “abandonar” a empresa, não terão a motivação necessária para exercer fiscalização sobre a gestão. Daí afirmar-se que no mercado norte-americano os grandes investidores não possuem os incentivos para controlar a gestão, atendendo à forte liquidez deste mercado. Outra perspectiva é a de que nos mercados com liquidez os investidores poderão preferir que seja o mercado a exercer o controlo sobre a gestão e dessa forma limitam a sua participação na sociedade, por forma a que o preço das acções transaccionadas reflecta o desempenho da empresa.

Regra geral, um aumento do número de accionistas ou da dispersão conduz a uma maior liquidez (Becht, 1999). Além disso, resultados empíricos mostram também que uma maior propriedade por parte da gestão reduz a liquidez, devido à maior probabilidade de transacção com um *insider* (Becht *et al.*, 2003).

3.3 Órgãos de administração

A estrutura dos órgãos de administração pode ser de dois tipos:

- Monista, quando são compostos simultaneamente por membros executivos e membros não executivos;
- Dualista, quando as funções de supervisão e de gestão estão separadas, com a primeira entregue a um Conselho Geral e a segunda à Direcção.

No seio dos órgãos de administração podem ainda existir várias comissões: comissão de nomeação, comissão de remuneração, comissão de auditoria, etc.

Um dos aspectos que mais interessa estudar em termos da sua relação com o desempenho da organização, é o da independência dos órgãos de administração, dado ser um aspecto fulcral em que assentam muitos dos códigos de boa prática do governo das sociedades. Pode ser medida através de vários critérios, nomeadamente, separação dos papéis de Presidente da Comissão Executiva/CEO e de Presidente do Conselho de Administração/*Chairman*, proporção de directores independentes nos órgãos de administração, ou a existência de comissões de apoio a estes.

Tanto Becht *et al.* (2003) como MacAvoy e Millstein (2003) afirmam que os estudos existentes demonstram não haver relação entre a independência dos órgãos de administração e o desempenho da organização, ou, quanto muito, que os resultados são ambíguos, nomeadamente em relação à separação das funções de Presidente da Comissão Executiva/CEO e de Presidente do Conselho de Administração/*Chairman*, em que as conclusões são díspares.

Contudo, os resultados do trabalho levado a cabo em MacAvoy e Millstein (2003) não deixam dúvidas aos seus autores, evidenciando que as empresas com melhores sistemas de governo (órgãos de administração activos e independentes) são aquelas que apresentam melhor rentabilidade (medida através do EVATM) quando comparadas com empresas com sistemas de governo inferiores.

Outros resultados empíricos são (MacAvoy e Millstein, 2003):

- Um dos cenários onde os incentivos aos directores são críticos é numa OPA – o recorrer a certo tipo de bónus pode tornar os directores mais receptivos a ofertas de aquisição;
- A dimensão reduzida dos órgãos de administração pode ser um elemento indiciador de um governo das sociedades eficaz;
- Não existe correlação entre a proporção de administradores exteriores à Organização e a adopção de medidas anti-OPA por parte dos órgãos de administração. De um modo mais genérico, pode-se afirmar não existir correlação entre a composição dos órgãos de administração e as várias medidas de desempenho de uma Organização.

3.4 Remuneração dos gestores e dos directores

Na base da actuação dos gestores estão tanto os incentivos explícitos, regra geral a remuneração enquanto elemento associado ao desempenho, como os implícitos, estes traduzidos na ameaça de demissão ou na possibilidade de prestação de serviços aos órgãos de administração após a aposentação.

A remuneração é assim uma das formas de alinhar os objectivos dos gestores e dos directores com os dos accionistas. No caso das empresas cotadas, compreende essencialmente três componentes: um salário base —remuneração fixa—, um bónus associado a resultados de curto prazo (por exemplo, lucros contabilísticos) e uma componente variável associada a um plano de acções, como as *stock options*.

A política geral de vencimentos e os pacotes remunerativos individuais de cada executivo constituem as tarefas principais da comissão de remunerações, que, no mínimo, deve ser responsável por decidir a remuneração do Presidente da Comissão Executiva/CEO, Presidente do Conselho de Administração/*Chairman* e dos directores executivos (Bender, 2005).

Um aspecto que interessa analisar na remuneração dos gestores e dos directores, é se ela está realmente a ser utilizada para alinhar os seus interesses com os dos accionistas, de acordo com o previsto pela teoria de agência. Neste sentido, Becht *et al.* (2003) refere os seguintes resultados:

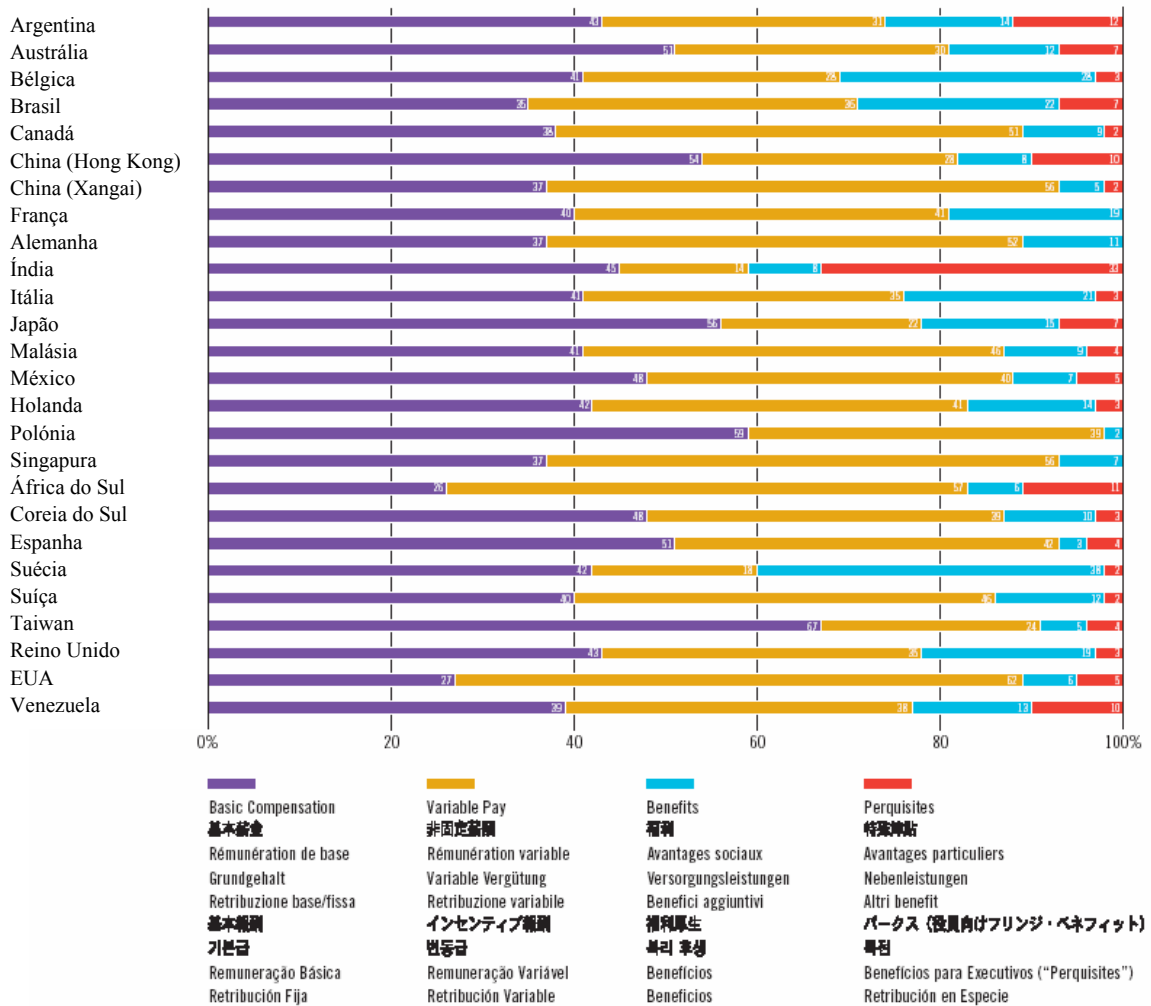
- O aumento das opções detidas por um Presidente da Comissão Executiva/CEO implica uma diminuição do Q de Tobin⁴, levando a crer que detém excessivas opções, mas não acções suficientes. Tal vai contra a teoria que prevê a aplicação de incentivos para alcançar um aumento líquido da riqueza dos accionistas. No entanto, regra geral, os casos estudados suportam a teoria;
- Em organizações sujeitas à fiscalização por parte de um grande accionista ou com representantes da família fundadora no órgão de administração, a probabilidade de

⁴ Rácio que compara o valor de mercado das dívidas e do capital próprio com o activo ao custo de reposição.

serem implementados planos de *stock options* é menor. Inversamente, em órgãos de administração protegidos por leis anti-OPA, há lugar ao pagamento de mais incentivos como forma de compensar por uma menor disciplina resultante da diminuição da ameaça de OPA. Ambas as situações estão em linha com a teoria que considera que a fiscalização por parte de um grande accionista ou as ameaças de OPA's são substitutos do pagamento de incentivos. Há, no entanto, também contradições com o previsto pela teoria de agência: em indústrias mais sujeitas à ameaça de uma OPA em que o pagamento de incentivos deveria ser menor, constata-se que este acaba por ser maior.

Os EUA é o país que mais remunera os gestores de topo (Presidente da Comissão Executiva/CEO), sendo também aquele cuja parte variável da remuneração é maior, conforme ilustrado na figura presente na página seguinte (Figura 2). No caso da remuneração associada a acções, a sua variação com o valor da empresa é cerca de 53 vezes mais elevada do que a da remuneração base ou a de bónus atribuídos em função do desempenho. O grande aumento da remuneração dos gestores de topo nos EUA ocorreu na última década, sendo que nos inícios dos anos 90 ainda era relativamente consensual na literatura de que a variação da remuneração com o desempenho era insuficiente (Becht *et al.*, 2003).

Figura 2 – Componentes da remuneração de Presidentes da Comissão Executiva/CEO's em diferentes países em 2005



Fonte: Towers Perrin Worldwide Total Remuneration Survey 2005-2006 (ver www.towersperrin.com).

3.5 Monitorização por parte dos credores

Os bancos são dos credores mais importantes e, muitas vezes, grandes investidores, e por isso um dos mais estudados em termos das suas relações com as empresas, e nomeadamente a indústria. Em países como os EUA ou a Inglaterra, a sua ligação à indústria é muita fraca ou praticamente inexistente, enquanto em países como a Alemanha ou o Japão é muito forte. O seu poder provém normalmente dos direitos de voto e não das participações que possuem nas empresas, que, regra geral, não são as mais elevadas. No entanto, a sua eficácia "...tal como a eficácia dos accionistas dominantes, depende dos direitos jurídicos que possuem." (Shleifer e Vishny, 1996).

Segundo Becht *et al.* (2003), as relações com os bancos duram em média entre 7 a 30 anos, dependendo do país e da amostra considerada, sendo que ao anúncio de empréstimos bancários contraídos pelas empresas estão associados retornos positivos, enquanto outras formas de financiamento não têm qualquer efeito ou têm um efeito negativo nos resultados. O mercado accionista reage também de forma favorável aos anúncios referidos.

3.6 Outros mecanismos vertente externa

Na vertente externa, há autores que também consideram as ameaças de falência e as restrições provenientes da competição no mercado produto, ou do mercado de trabalho dos gestores (Strong e Waterson, 1987).

3.7 Conclusões

Neste capítulo analisam-se os diferentes mecanismos que permitem alinhar os interesses dos gestores com os dos accionistas.

Numa vertente interna, os mecanismos descritos são:

- Eleição de um órgão de administração representando os interesses dos accionistas, sendo a questão da independência dos órgãos de administração das mais relevantes nos códigos de boa prática do governo das sociedades. Contudo, os estudos levados a cabo não demonstram a existência de relação entre a independência dos órgãos de administração e o desempenho da organização;
- Remuneração dos gestores e dos directores, a qual engloba uma componente fixa, um bónus associado a resultados de curto prazo e uma componente variável associada a um plano de acções.

Os restantes mecanismos considerados têm em conta o normal funcionamento dos mecanismos do mercado (vertente externa), sendo os seguintes:

- Ofertas Públicas de Aquisição (OPA's), cujas principais vantagens são reduzir o monopólio de informação do gestor incumbente e disciplinar a gestão. Estudos relativos a este mecanismo mostram como positiva a regra “uma acção um voto”, não sendo conclusivos em relação às medidas de defesa que as sociedades podem adoptar;
- Concentração de propriedade, o que facilita o exercício do controlo do accionista maioritário sobre a gestão. Como desvantagens, podem-se apontar as de

expropriação de investidores, empregados e outros sujeitos relevantes no governo das sociedades (*stakeholders*);

- Monitorização por parte dos credores, em que se destaca o papel dos bancos e de ao anúncio de contracção de empréstimos bancários por parte das empresas estarem normalmente associados retornos positivos.

4 O Governo das Sociedades em Portugal

4.1 Contexto jurídico

As principais normas legais que regulam o governo das sociedades em Portugal estão contidas no Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei nº 262/86, de 2 de Novembro, objecto de sucessivas alterações, e no Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99, de 13 de Novembro (Câmara, 2001).

O CSC define os aspectos relacionados com o controlo e direcção das sociedades, embora não se limitando, obviamente, às sociedades cotadas (sociedades abertas)⁵.

O CVM, por sua vez, estabelece consequências jurídicas para as sociedades abertas, como as de especiais exigências informativas para as sociedades e seus titulares de participações qualificadas (menções obrigatórias em actos externos, o dever de informação de participações qualificadas, etc), ou as de protecção dos investidores (Câmara, 2001).

⁵ Outros tipos de sociedades comerciais consagradas na lei portuguesa (nº2 do artigo 1º do CSC) são as sociedades em nome colectivo, sociedades por quotas, sociedades em comandita simples, ou sociedades em comandita por acções, sendo, no entanto, o mais frequente o da Sociedade Anónima de Responsabilidade Limitada (SARL).

Conforme disposto no art.º 405.º do Código das Sociedades Comerciais, o governo das sociedades está entregue ao conselho de administração. Sendo um órgão que acumula funções de administração e de fiscalização possui, regra geral, uma estrutura híbrida. Os directores são nomeados de acordo com os estatutos, ou eleitos pelos accionistas, nunca podendo os seus mandatos exceder quatro anos. Em organizações com um capital social inferior a 200.000 euros, a gestão pode estar a cargo de um só administrador⁶.

A estrutura híbrida (monista) é dominante, embora as sociedades possam também adoptar estruturas dualistas, sendo compostas neste caso por um conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas, sendo obrigatória a existência no conselho geral e de supervisão de uma comissão para as matérias financeiras.⁷

A existência de comissões especializadas está prevista no Código das Sociedades Comerciais, designadamente no nº 1 do art. 407.º, onde se refere que “...pode o conselho encarregar especialmente algum ou alguns administradores de se ocuparem de certas matérias de administração...”, constituindo as comissões de análise de políticas de remuneração um bom exemplo desta prática nas sociedades comerciais portuguesas⁸.

No caso das comissões executivas em que há uma delegação das funções de gestão corrente da sociedade por parte do conselho de administração, este “deve fixar os

⁶ Cfr. nº 2 do artigo 390.º CSC.

⁷ Cfr. alínea c) do nº 1 e nº 4 do artigo 278.º CSC.

⁸ Previstas também no nº 1 do artigo 399.º CSC.

limites da delegação, (...) e, no caso de criar uma comissão, deve estabelecer a composição e o modo de funcionamento desta.”⁹

Já a assembleia geral está praticamente destituída de competências de gestão, só podendo pronunciar-se sobre as actividades de gestão da sociedade se houver um pedido do órgão de administração¹⁰. Além disso, Câmara (2001) enuncia que “não existe sequer um dever de consulta prévia à assembleia geral em decisões cruciais de gestão...”.

É nas assembleias gerais que os accionistas podem exercer o seu voto. Nas sociedades abertas tal exercício é um direito fundamental dos accionistas, seguindo o Código das Sociedades Comerciais o princípio “uma acção, um voto”, na ausência de algo em contrário nos estatutos da sociedade, muito embora possa estar sujeito a *numerus clausus* (art. 384.º). Pode ser exercido por representação, ou por correspondência, tendo esta prática vindo a ser bastante estimulada pela CMVM, nomeadamente através das “Recomendações relativas ao exercício do voto por correspondência nas sociedades abertas” emitidas em 2001. Como destinatários incluem-se não só os accionistas com direito de voto e os potenciais investidores, mas também os titulares dos respectivos órgãos sociais, os secretários das sociedades e os presidentes de mesa das assembleias gerais. Nas recomendações emitidas, o voto por correspondência já contempla o voto por correspondência electrónica.

Nas sociedades anónimas existe ainda um órgão de fiscalização, constituído por um conselho fiscal ou um fiscal único. Inicialmente constituído por sócios ou pessoas

⁹ Cfr. nº 4 e nº 5 do art. 407.º CSC.

¹⁰ Cfr. nº 3 do artigo 373.º CSC.

próximas do conselho de administração, exigências legais recentes (Decreto-Lei nº 257/96 de 31 de Dezembro, p.e.) obrigaram à inclusão de um revisor oficial de contas, designadamente para efeitos da certificação legal de contas. Não sendo esta exigência ainda suficiente em termos da informação necessária disponibilizar aos mercados mobiliários, tem surgido neste contexto como cada vez mais importante o papel a desempenhar pelo auditor, sendo um dos requisitos principais que pende sobre ele o da independência.

4.2 Responsabilidade civil dos administradores

A responsabilidade civil dos administradores perante os sócios é no essencial regulada pelo art.º 79º, n.º 1 (“Responsabilidade para com os sócios e terceiros”) do Código das Sociedades Comerciais, que remete essa responsabilidade para o regime geral de responsabilidade civil (Nunes, 2001): “os gerentes, administradores ou directores respondem também, nos termos gerais, para com os sócios e terceiros pelos danos que directamente lhes causarem no exercício das suas funções”.

Atendendo ao regime geral de responsabilidade civil, Nunes (2001) conclui que “...a responsabilidade dos administradores das sociedades anónimas perante os accionistas é necessariamente uma responsabilidade delitual, emergente da violação de deveres gerais legais”.

Outro aspecto a ter em atenção, é o pressuposto de que os danos sejam directamente causados na esfera jurídica dos sócios. Como danos que possam ser provocados na

esfera jurídica dos accionistas, Nunes (2001) refere “...a lesão dos direitos sociais dos accionistas e a extinção ou diminuição do valor (de mercado) das acções.”.

Pelo contrário, situações em que a incidência na esfera jurídica dos accionistas é indirecta, tais como as de dano no património social (que provocam uma diminuição do valor das participações sociais dos sócios), não implicam responsabilidade civil dos administradores.

4.3 Ofertas Públicas de Aquisição e investidores institucionais

Para finalizar, referem-se dois aspectos importantes ligados ao governo das sociedades: a Oferta Pública de Aquisição e os Investidores Institucionais.

Para o primeiro optou-se em Portugal por uma limitação *ex-ante* dos poderes da administração da sociedade visada, a qual não poderá realizar actos susceptíveis de alterar de forma relevante a situação patrimonial da sociedade visada que exorbitem a gestão normal da sociedade e que afectem significativamente os objectivos anunciados pelo oferente (art. 182.º do Código dos Valores Mobiliários).

Por sua vez, aos investidores institucionais são impostos legalmente dois limites: o de proceder a operações por conta dos fundos que possam assegurar-lhes, bem como aos depositários ou aos depositantes, uma influência notável sobre qualquer sociedade, e, relativamente ao conjunto de fundos que administram, não podem proceder a aquisição de acções que lhes confirmem mais de 20% dos direitos de voto ou que lhes permitam

exercer uma influência significativa na gestão da sociedade. Além disso, cada fundo não pode ultrapassar a fasquia dos 10% das acções emitidas por uma mesma sociedade, nem pode deter valores mobiliários emitidos por uma mesma entidade que represente mais do que 5% do seu valor global.

5 O Governo das Sociedades a nível internacional

Os sistemas de governo das sociedades variam de país para país e são uma das condicionantes que as empresas devem ter em conta nas suas decisões de internacionalização. Genericamente, considera-se que existem dois sistemas de governo das sociedades: o sistema anglo-saxónico, também designado sistema de controlo externo, e o continental, ou sistema de controlo interno (Silva *et al.*, 2006, p. 20). O primeiro é típico de países como os EUA e o Reino Unido, onde predomina a propriedade dispersa, sendo o segundo normalmente associado ao Japão e à Alemanha e a propriedade muito concentrada.

Charkham (1994) estudou o governo das sociedades dos países mencionados anteriormente, tendo verificado a existência das seguintes particularidades:

- A natureza em “rede” dos modelos alemão e japonês e o papel importante da banca em ambos;
- O sistema de codeterminação na Alemanha;
- O papel limitado dos órgãos de administração japoneses;
- A natureza “competitiva” dos modelos americano e inglês e a importância do Presidente da Comissão Executiva/CEO (em contraste com sistemas mais colegiais);
- O papel das OPA no governo das sociedades e o papel presente e potencial dos accionistas no Reino Unido e nos EUA.

5.1 Alemanha

As atitudes e o comportamento do povo alemão são marcados pela cooperação e pelo pensamento a longo prazo.

O lucro, embora importante, não é o fim único das organizações, pois, como mencionado em Charkham (1994), “Os accionistas são um dos grupos de sujeitos com interesse no governo das sociedades (*stakeholders*), entre vários, dirigindo-se primeiro o pensamento da gestão alemã para os clientes e os trabalhadores.”.

A indústria alemã encontra-se essencialmente dividida em dois tipos de sociedades:

- GmbH (Gesellschaft mit beschränkte Haftung – sociedade de responsabilidade limitada);
- AG (Aktiengesellschaft – sociedade por acções).

Os órgãos de administração são dualistas: um órgão de administração com todas as funções de direcção e gestão, excepto a de nomeação dos elementos deste órgão, o *Vorstand*, e um órgão de supervisão, o *Aufsichtsrat*.

O princípio acima enunciado contém uma diferença fundamental em relação a outros sistemas de governo das sociedades, ao atribuir poder a um órgão de administração como o *Vorstand*. Este é visto como uma colectividade que é esperada funcionar colegialmente, distinguindo-se dos órgãos japoneses por ser um órgão com capacidade de tomada de decisão e dos americanos/ingleses por não ser visto como um órgão de suporte do Presidente da Comissão Executiva/CEO.

O poder formal de nomeação para o *Vorstand* está com o órgão de supervisão e requer uma maioria de dois terços. Caso não seja atingida na primeira ronda de votação, uma maioria simples será suficiente, o que significa que os representantes dos trabalhadores podem exprimir a sua opinião, mas não impedir uma nomeação de ir avante.¹¹

A remuneração dos órgãos de administração na Alemanha não tem tido o mesmo destaque que nos EUA, uma vez que por razões fiscais não há praticamente *stock options*, nem grande vontade de associar o pagamento aos lucros e ainda menos ao valor das acções.

Por sua vez, as áreas de influência do *Aufsichtsrat* estão definidas por lei e abrangem (Charkham, 1994):

- As contas da Organização por um determinado período (normalmente, trimestralmente);
- Investimentos de maior dimensão e aquisições estratégicas;
- Deveres de informação;
- Nomeações para o *Vorstand*;
- Aprovação de dividendos.

¹¹ Nas GmbH de maior dimensão (500 ou mais trabalhadores) e nas sociedades AG com menos de 2000 trabalhadores, o princípio da codeterminação é aplicado e por isso necessitam de ter um órgão de supervisão, sendo $\frac{2}{3}$ dos lugares ocupados por accionistas e $\frac{1}{3}$ por representantes dos trabalhadores/sindicatos. Para as sociedades AG com mais de 2000 trabalhadores, a composição do *Aufsichtsrat* é diferente, sendo a proporção de lugares de 50:50.

Dentro destas áreas, a função do *Aufsichtsrat* acaba por limitar-se à aprovação ou não das questões surgidas.

5.2 Japão

As sociedades comerciais no Japão podem ser de três tipos:

- Associações comerciais (*Commercial partnerships*);
- Associações limitadas (*Limited partnerships*);
- Empresas limitadas (*Limited companies*).

Interessa considerar para o estudo do governo das sociedades as terceiras (*Kabushiki Kaisha*), e dentro destas as *Keiretsu* (*Keiretsu* significa “associação”), organizações ligadas em rede, quer através de participações cruzadas no capital, quer por via do fornecimento de produtos e serviços.

Na análise do modelo de governo das sociedades japonês há alguns aspectos que convém ter presentes:

1. Os conceitos de “obrigação”, “família” e “consenso” estão muito enraizados na sociedade japonesa e afectam a sua atitude em relação ao governo das sociedades;
2. Os objectivos das empresas japonesas são mais frequentemente expressos em termos de quota de mercado do que de lucro (Charkham, 1994, p. 73);

3. O papel dos bancos que, historicamente, foram responsáveis pelo estabelecimento da indústria na segunda metade do século XIX e, posteriormente, pela sua recuperação após 1945.

Para se entender melhor o papel dos bancos no caso japonês, transcreve-se o enunciado em Charkham (1994, p. 100): “O banco [principal] vê-se a si próprio como numa relação especial com obrigações particulares, nomeadamente fornecer ou coordenar apoio à empresa em tempos difíceis. O valor desta relação para o banco é a sua rentabilidade, por causa da dependência do seu cliente numa variedade de serviços. Para o seu cliente é conveniente e uma política de seguro[*insurance*] que muitas vezes ele está disposto a pagar um preço por isso, por exemplo, através de depósito de dinheiro no banco com baixas taxas de juro. O aspecto do seguro[*insurance*] é crucial.” O apoio à empresa em tempos difíceis implica uma maior responsabilidade não só pela empresa, como pelos seus empregados.

Em termos dos órgãos de administração e dos seus administradores, o sistema japonês caracteriza-se por (Charkham, 1994):

- Ter pelo menos três administradores, que não podem ser nomeados por mais de três anos;
- As nomeações de administradores serem normais até à idade da reforma;
- Os órgãos de administração serem essencialmente compostos por *insiders*;
- Liderança colegial;

- Muitas empresas terem um Presidente do Conselho de Administração/*Chairman* e um Presidente da Comissão Executiva/CEO, embora algumas combinem os dois papéis.

Finalmente, refira-se que o mecanismo das fusões e aquisições é importante e extenso, mas a acontecer é sempre numa perspectiva “amigável” e não “hostil”.

5.3 Reino Unido

Conforme refere Charkham (1994), o Reino Unido foi “o primeiro país em que a industrialização em larga escala tornou as questões relacionadas com o governo das sociedades importantes”.

As empresas de responsabilidade limitada podem ser de dois tipos: *Limited* e *Public Limited*, acrescentando no final dos seus nomes as designações de, respectivamente, Ltd. e PLC. Só às últimas é permitido emitir acções, embora não seja obrigatório serem empresas cotadas, pelo que será a estas a que se aplicará o restante texto desta secção.

O sistema de administração vigente é de natureza monista ou *one-tier* (Weil, Gotshal & Manges, 2002), se bem que Charkham (1994) refira que em muitas das primeiras empresas por acções (*joint stock company*) os seus órgãos de administração tinham funções separadas, que raramente eram executivas, actuando assim como órgãos de supervisão.

Outro aspecto destacado por Charkham (1994) é que não existe nenhum requisito legal que obrigue à constituição de órgãos de administração, o que faz com que a própria figura de Presidente do Conselho de Administração/*Chairman* não tenha significado legal. Seja como for esta posição está largamente instituída, esperando-se dele acima de tudo que seja uma pessoa da máxima integridade.

Dos direitos dos accionistas constam, entre outros, o de eleição dos directores, cuja nomeação compete ao órgão de administração, sendo também eles quem, legalmente, os podem demitir.

A regra “um voto/uma acção” é, de um modo geral, a vigente no Reino Unido (Weil, Gotshal & Manges, 2002; Charkham, 1994), pois “o princípio geral à luz da lei inglesa é que o voto é propriedade pessoal, que cada accionista tem o direito de o exercer de acordo com os seus próprios interesses” (Weil, Gotshal & Manges, 2002). Tal leva a que não haja medidas especiais de protecção aos accionistas minoritários, embora haja excepções, como as que resultam numa perda de valor das suas acções, por exemplo, através de uma diluição.

Finalmente, é de mencionar que no Reino Unido o papel dos bancos no governo das sociedades é pouco relevante (Charkham, 1994).

5.4 EUA

Segundo MacAvoy e Millstein (2003) existiram duas “crises” no governo das sociedades norte-americanas. A primeira ocorreu entre meados dos anos 70 e os anos 80, e caracterizou-se pela formação de conglomerados de empresas, podendo ainda ser dividida em duas fases:

- Uma fase inicial, em que se deu a fusão de pequenas e médias empresas em indústrias não relacionadas;
- Uma fase final, já nos anos 80, com um menor número de fusões, mas com os montantes envolvidos nas aquisições a serem mais elevados.

A segunda crise, e mais conhecida, ocorreu entre 2000 e 2002, caracterizada por uma queda abrupta do preço das acções, de que a Enron foi o caso mais sintomático.

Uma das justificações apontada para estes movimentos, foi a da diversificação dos negócios conduzir a uma redução do risco de insolvência, fazendo com que as empresas estivessem melhor preparadas para os altos e baixos da economia, para além de ganhos resultantes da combinação de actividades entre empresas. Contudo, em muitas Organizações, a gestão utilizou os activos para construir organizações sobredimensionadas e/ou alargar os pagamentos a certos *stakeholders* para além do que era necessário, contrariando os interesses dos accionistas.

Como consequência destes acontecimentos, deu-se o ressurgimento dos órgãos de administração, pressionados a aumentarem a sua autoridade e a sua responsabilidade, ou

seja, a “profissionalizarem-se”, bem como a envolverem-se mais no processo de tomada de decisão através da participação na formulação da estratégia da Organização¹².

Numa caracterização sumária, pode-se dizer que enquanto na primeira crise, a Gestão utilizou os rendimentos dos accionistas para construir organizações sobredimensionadas, na segunda recorreu a práticas financeiras inaceitáveis para manter o preço das acções artificialmente elevado.

Os norte americanos preferem uma liderança individual e pela via do confronto, a uma liderança mais colegial ou pela via da cooperação. Daí o predomínio da figura do CEO, também reflectida na remuneração auferida, não só em relação a outros membros da organização —a segunda pessoa mais bem paga dentro de uma Organização recebe, regra geral, substancialmente menos do que o CEO—, mas também em relação aos seus congéneres de outros países.

Os órgãos de administração nos EUA são de modelo monista, sendo eleitos pelos accionistas, que na prática apenas ratificam as nomeações feitas pelos próprios órgãos. Por sua vez, o Presidente do Conselho de Administração/*Chairman* é eleito pelos directores, sendo que em mais de $\frac{3}{4}$ das empresas, o *Chairman* e o CEO são a mesma pessoa.

¹² Deste período, destaca-se o caso da General Motors (GM) que em face dos maus resultados da empresa optou por demitir o seu CEO (Outubro de 1992) e publicar novas linhas de orientação para o conselho de administração.

Anteriormente, os órgãos de administração eram dominados por directores executivos, mas a tendência é para os directores não executivos (os americanos utilizam o termo *outside directors* para os referenciar) constituírem uma minoria cada vez mais significativa, ou mesmo alcançarem a maioria. Esclareça-se que directores não executivos, não significa necessariamente directores independentes.

Quase todos os órgãos de administração americanos têm pelo menos uma comissão, que pode ser de auditoria, de remuneração, de nomeação, ou comissões executivas. Destas, as de auditoria são claramente dominantes, estando presentes em 97% das grandes empresas norte-americanas (Silva *et al.*, 2006).

Enquanto as comissões de auditoria são compostas maioritariamente por directores não executivos, quase todas as comissões de remuneração são compostas por apenas directores não executivos.

Quanto às comissões de nomeação, são constituídas tipicamente por um director executivo e quatro directores não executivos, sendo o essencial do seu trabalho o analisar as sugestões do CEO. Por vezes, poderão levar a cabo tarefas mais abrangentes, como o rever a constituição do órgão de administração ou os planos de sucessão.

Por último, as comissões executivas têm na sua constituição, como o próprio nome indicia, uma maior proporção de directores executivos (cerca de $\frac{1}{3}$), sendo a sua finalidade variável. Esta pode ser, por exemplo, lidar com assuntos urgentes que surjam entre as reuniões do órgão de administração, ou funcionarem elas próprias à semelhança do órgão de administração, de forma resolver problemas com que a gestão se depara.

Historicamente, os bancos nos Estados Unidos foram sujeitos a várias restrições, como a do *Glass-Steagall Act* de 1933, que os proibiu de subscreverem acções ou de se associarem a bancos de investimento que o façam, daí Charkham (1994) afirmar na sua análise a este país que “os bancos não entram por isso no quadro do governo das sociedades...”.

5.5 Conclusões

Cada vez mais as empresas ponderam se se devem internacionalizar ou não, sendo o sistema de governo das sociedades noutros países um dos factores a ter em conta nessa decisão. Os sistemas de governo das sociedades pertencem ao modelo continental, como os da Alemanha ou do Japão, ou do tipo anglo-saxónico, baseado no mercado.

O governo das sociedades alemão destaca-se por ter um sistema dualista, ou seja, com um órgão de administração e um de supervisão separados, e pelo princípio da codeterminação, pelo qual os trabalhadores têm representação no órgão de supervisão. Quanto ao sistema japonês, caracteriza-se pela sua organização em rede, derivada de participações cruzadas no capital e do fornecimento de produtos e serviços entre empresas do mesmo grupo.

O outro sistema possível de governo das sociedades, o anglo-saxónico, é um sistema monista, com o órgão de administração e o de supervisão reunidos num só, e em que a influência dos bancos é praticamente desprezável.

6 Princípios de Governo das Sociedades

Apresentam-se neste capítulo os principais trabalhos a nível internacional sobre o governo das sociedades e que por isso serviram de modelo para os códigos elaborados por vários países, nomeadamente os pertencentes à União Europeia.

Contêm recomendações ou disposições que abrangem tópicos tão diversos como os regimes de compensação dos gestores, medidas anti-OPA, protecção dos accionistas minoritários ou os direitos de voto dos accionistas, entre outros, mas como refere Becht *et al.* (2003, p. 67) “...o seu enfoque dominante é nos órgãos de administração e em assuntos com eles relacionados.”.

6.1 O Relatório Cadbury

Foi no Reino Unido que teve lugar a publicação de um dos mais conhecidos trabalhos com vista à melhoria do governo das sociedades. Trata-se do relatório Cadbury (Cadbury, 1992), ao qual outros se lhe seguiram: relatório Greenbury de 1995, relatório Hampel de 1998 e o relatório Turnbull de 1999, entre outros.

Tal como mencionado por Jones e Pollitt (2003), o relatório Cadbury foi precursor nalgumas matérias, como sejam a atenção dada ao órgão de administração no processo de tomada de decisão e a importância da constituição de comissões de controlo, sendo que muitas das suas recomendações vieram a ser incorporadas noutros códigos de “boas

práticas”, nomeadamente nos Princípios de Governo das Sociedades da OCDE, publicados em 1999 (sujeitos a revisão em 2004 – OCDE, 2004). De entre as recomendações formuladas, destacam-se as seguintes:

- Divisão de responsabilidades no topo da Organização, de forma a assegurar que os poderes de decisão não estão todos concentrados no mesmo indivíduo. Isto tem a ver com a separação de poderes entre o Presidente da Comissão Executiva/CEO e o Presidente do Conselho de Administração/*Chairman*, a qual a comissão Cadbury considerou desejável, embora apenas a recomende, tendo evitado a sua prescrição;
- A maioria dos directores não executivos deverão ser independentes;
- Existência de comissões de auditoria com pelo menos 3 directores não executivos;
- Existência de comissões de remuneração, geridas na sua maioria por directores não executivos;
- A selecção dos directores não executivos deverá ser feita por todos os elementos do órgão de administração.

Em termos de deveres de divulgação de informação, é recomendado que as empresas indiquem no Relatório e Contas se estão ou não a cumprir o código e caso não o cumpram apresentem razões para tal, seguindo assim a filosofia *comply or explain*.

6.2 OCDE

A nível dos organismos internacionais, a questão do Governo das Sociedades também tem merecido atenção, designadamente por parte da OCDE, que em 1999 publicou os Princípios de Governo das Sociedades, entretanto revistos em 2004.

Consta do Preâmbulo que “os Princípios aplicam-se essencialmente às sociedades de capital aberto ao público, tanto financeiras como não financeiras.” e que “um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz.” (OCDE, 2004). É também dito que um bom governo das sociedades contribui para um crescimento sustentável, sendo indicados outros factores que podem contribuir para o sucesso a longo prazo da empresa: ética empresarial e preocupação com as questões ambientais e sociais da comunidade em que se insere.

A revisão de 2004 dos Princípios de Governo das Sociedades considera como mais relevantes os princípios a seguir apresentados:

- I. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do Governo das Sociedades**
- II. Os direitos fundamentais dos accionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos**

Os direitos mais elementares dos accionistas são reconhecidos em quase todos os Estados-membros da OCDE. Um dos principais direitos é o de eleição dos membros do órgão de administração. A sua nomeação é muitas vezes feita

através de comissões próprias (comissões de nomeação), sendo considerado boa prática ter membros independentes nestas comissões. Em termos de remuneração, há um apelo para que o órgão de administração divulgue a política seguida. A este propósito é referido que “os accionistas devem poder expressar as suas opiniões sobre a política de remuneração dos membros do órgão de administração e principais executivos. A componente accionista dos regimes de compensação dos membros do órgão de administração e dos trabalhadores deve ser sujeita à aprovação dos accionistas.” (C.3). Outras questões abordadas são a dos direitos de voto e a do controlo das sociedades através de fusões. Para a primeira é recomendada a aceitação geral do voto por representação e incentivado o recurso ao voto electrónico, de forma a facilitar a participação dos accionistas, sendo afirmado que “os accionistas devem poder votar pessoalmente ou através de um representante, devendo ser atribuído igual peso em qualquer um destes casos.” (C.3), enquanto para a segunda, controlo das sociedades através de fusões, é afirmado que “não devem ser utilizadas medidas anti-OPA para ilibar os gestores e o órgão de administração das suas responsabilidades.” (E.2).

III. O tratamento equitativo dos Accionistas

Para o tratamento equitativo dos accionistas há uma preocupação sobretudo com aqueles que mais poderão vir a ser prejudicados em resultado das acções dos membros dos órgãos de administração, dos gestores e dos accionistas dominantes e que são, regra geral, os accionistas minoritários e os accionistas estrangeiros. Para estes estarem protegidos é necessário que, como referido nas notas relativas a este Princípio, existam “...métodos efectivos de obter reparação a custo razoável e sem demoras excessivas.”. O direito de voto dos accionistas é

aqui novamente abordado, mas agora sob a perspectiva de que “...todos os accionistas dentro de uma mesma categoria devem ter os mesmos direitos de voto.” (III A.1). Em relação ao conceito “uma acção, um voto” não há nenhuma referência objectiva, apesar de ser um conceito bastante defendido no âmbito do governo das sociedades.

IV. O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no Governo das Sociedades

Por outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades entende-se os investidores, trabalhadores, credores e fornecedores. O texto principal deste Princípio refere que “o enquadramento do governo das sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação activa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.”. No caso dos direitos dos sujeitos com interesses relevantes na sociedade serem violados, é afirmado que estes “...devem ter oportunidade de obter reparação efectiva...” (ponto “B”). Há dois sujeitos que são alvo de recomendações específicas: os trabalhadores e os credores. Para os primeiros é incentivada a sua participação nos governos das sociedades, por exemplo, através da representação de trabalhadores nos órgãos de administração, ou através de planos de aquisição de acções dirigidos aos trabalhadores (ponto “C.”), enquanto para os segundos é posta a tónica nos seus direitos e no adequado enquadramento da insolvência, dado que daí também dependem os créditos que colocam ao dispor das empresas (ponto “F.”).

V. Divulgação de informação e transparência

A falta de clareza na divulgação de informação é um dos factores que mais dificulta a efectiva fiscalização das empresas por parte dos accionistas, daí a importância atribuída nos Princípios à divulgação de informação e da transparência com que tal é feito. Assim, no ponto “A” são precisados os deveres de divulgação de informação das empresas, os quais incluem, entre outros: os resultados financeiros e operacionais, objectivos da empresa, ou os das participações sociais e direitos de voto. A exigência de se preparar e divulgar informação segundo “rigorosas normas contabilísticas” é contemplada no ponto “B”, enquanto os pontos “C” e “D” são Princípios relativos às auditorias.

VI. As responsabilidades do Órgão de Administração

Dados os dois tipos possíveis de sistemas de administração, sistemas monistas ou sistemas dualistas, os Princípios relativos ao órgão de administração são suficientemente genéricos, de forma a serem aplicáveis às duas situações. Algumas das principais funções do órgão de administração são enumeradas em “D”, nomeadamente: “1. Apreciar e orientar a estratégia da sociedade, os principais planos de acção, a política de risco, os orçamentos anuais e os planos de negócios; definir objectivos de desempenho; fiscalizar a execução e o desempenho da sociedade; e supervisionar os gastos de capital, aquisições e alienações mais importantes.”, “3. Seleccionar, compensar, fiscalizar e, quando necessário, substituir os principais executivos e supervisionar o planeamento da substituição.” e “7. Assegurar a integridade dos sistemas de contabilidade e de informação financeira da sociedade, incluindo a auditoria independente, bem como o funcionamento dos sistemas de controlo apropriados, especialmente os sistemas de controlo do risco, de controlo financeiro e operacional e de

cumprimento da lei e das normas aplicáveis.”. No ponto “E” é abordada a questão da independência dos membros do órgão de administração¹³, sendo referido que tal é requerido para assegurar a própria independência do órgão de administração. É também indicado como boa prática a separação das funções de Presidente da Comissão Executiva/CEO e de Presidente do Conselho de Administração/*Chairman* em sistemas monistas. Dentro do ponto “E” é também feita a ligação às comissões que podem existir dentro do órgão de administração, entre as quais se incluem a de auditoria, as de nomeação e as de remuneração, enunciando-se que “...o seu mandato, composição e processos de trabalho devem estar bem definidos e serem divulgados pelo órgão de administração.”. O último Princípio relativo às responsabilidades do órgão de administração afirma que “F. De forma a desempenharem as suas funções, os membros do órgão de administração devem ter acesso a informações rigorosas, relevantes e oportunas.”.

¹³ A definição de membro independente não é simples e a prová-lo está o facto de não haver uma definição comum a todos os países da OCDE. Em alguns desses países, optou-se por delimitar negativamente o que é um director independente, ou seja, especificando as situações que impedem um director de ser considerado independente, caso de Portugal e da definição adoptada pela CMVM. No entanto, a OCDE incentiva a que sejam dados “exemplos positivos de qualidades que aumentarão a probabilidade de uma efectiva independência.”.

6.3 O panorama na União Europeia

A Comissão Europeia mandou elaborar à sociedade de advogados Weil, Gotshal & Manges um estudo comparativo dos códigos de Governo de Sociedades dos países membros, na altura num total de quinze (Weil, Gotshal & Manges, 2002). Dos quinze Estados membros, treze tinham pelo menos um código, enquanto apenas dois não tinham qualquer código (Austria e Luxemburgo)¹⁴. Uma das hipóteses colocadas era a de elaboração de um código europeu de governo das sociedades, mas que não foi considerada premente pelos autores do estudo, à semelhança do considerado posteriormente no denominado Relatório Winter II (The High Level Group of Company Law Experts, 2002).

Os códigos são voluntários e não vinculativos e abrangem as sociedades cotadas. A maioria deles tem como objectivo a melhoria da qualidade do governo dos órgãos de administração. Outros dos objectivos mais referidos são a melhoria da responsabilidade das empresas perante os accionistas e/ou a maximização do valor para o accionista e a melhoria do desempenho da empresa, competitividade e/ou acesso ao capital. Há ainda um código (código da Banca Belga & Comissão Financeira) que tem como único objectivo a melhoria da informação relacionada com o governo de sociedades disponibilizada ao mercado de capitais.

¹⁴ Pouco tempo depois (Novembro de 2002), o número de países sem código viria a reduzir-se ao Luxemburgo, após a publicação do Código de Governo das Sociedades austríaco. Uma lista completa dos códigos em vigor na União Europeia está disponível no sítio do *European Corporate Governance Institute* (www.ecgi.org).

Comparando os diferentes códigos, constata-se que a maior diferença entre eles reside no papel desempenhado pelos trabalhadores (Quadro 2). Assim, se há Estados que são os accionistas que elegem os membros do órgão de supervisão, há outros, nomeadamente, na Austria, Dinamarca, Alemanha, Luxemburgo e Suécia, em que os trabalhadores de empresas de certa dimensão podem eleger membros para esse órgão. Na Finlândia e na França, em função dos acordos da empresa, os trabalhadores também poderão exercer esse direito; no caso francês, a partir de detenção de 3% das acções da empresa, é atribuído o direito aos trabalhadores de nomear um ou mais directores, sem que sujeito a determinadas excepções.

Outras diferenças significativas são a estrutura dos órgãos de administração (Quadro 2) e o dever de divulgação de informação da remuneração dos elementos chave da Organização.

A primeira deve-se ao facto da estrutura ser monista nalguns países e dualista noutros. No entanto, a estrutura monista é claramente dominante, sendo comum a onze países, só não vigorando na Austria, Alemanha, Holanda e Dinamarca.

Quanto ao dever de informação da remuneração dos elementos chave da Organização, a resistência à sua implementação entre os Estados membros ainda é muita, embora no Reino Unido tal seja obrigatório para os gestores e membros dos órgãos de administração das sociedades cotadas.

Quadro 2 - Sistemas de administração e presença dos trabalhadores no órgão de supervisão em quinze países europeus

País	Sistema de administração	Presença de trabalhadores no órgão de supervisão
Austria	Dualista	Sim
Bélgica	Monista	Não
Dinamarca	Dualista	Sim
Finlândia	Monista	Possível através dos acordos de empresa
França	Monista	Possível através dos acordos de empresa/Aconselhamento
Alemanha	Dualista	Sim
Grécia	Monista	Não
Irlanda	Monista	Não
Itália	Monista	Não
Luxemburgo	Monista	Sim
Holanda	Dualista	Aconselhamento
Portugal	Monista	Não
Espanha	Monista	Não
Suécia	Monista	Sim
Reino Unido	Monista	Não

Fonte: Weil, Gotshal & Manges (2002, p. 44)

Além dos aspectos referidos, destacam-se também as seguintes “práticas” de governo das sociedades presentes nos códigos dos quinze países comunitários:

- **Nomeação de directores:** especialmente no Reino Unido, mas também em outros países como a França (ver o Relatório Viénot I), privilegia-se a utilização de comissões de nomeação como forma de reduzir a influência do Presidente da Comissão Executiva/CEO no processo de selecção dos membros que vão controlar o seu desempenho;
- **Combinação de directores executivos e directores não executivos:** começa a ser consensual a ideia de que nos órgãos de administração, além dos directores executivos, deve haver directores não executivos, os quais incluem os directores independentes, como forma de haver uma avaliação objectiva e imparcial do desempenho da gestão. Este tópico está particularmente presente nos códigos de países com órgãos de administração monistas, como no Relatório Olivencia (Espanha) em que é referido que os órgãos de administração devem “...incorporar um número razoável de directores independentes que tenham boa reputação profissional e que não tenham qualquer ligação com a gestão ou os accionistas mais significativos”.
- **Liderança do órgão de administração:** ao contrário dos sistemas dualistas, onde o órgão de gestão e o órgão de supervisão têm lideranças distintas, no sistema monista muitas vezes as posições de Presidente do Conselho de Administração/*Chairman* e de Presidente da Comissão Executiva/CEO são ocupadas pela mesma pessoa. Devido a se considerar que tal situação pode levar a um conflito de interesses, alguns códigos preconizam a separação dessas posições (veja-se o Código Dual da Bélgica, p.e.). Outros advogam apenas um melhor equilíbrio de poder entre as funções de Presidente do Conselho de Administração/*Chairman* e o Presidente da

Comissão Executiva/CEO, mas consideram que a combinação dos dois papéis é uma prática comum dos países e por isso aceitável (Relatório Olivencia, Espanha, e Relatório Preda, Itália);

- **Comissões de controlo internas:** as comissões de controlo são vistas como elemento de auxílio aos órgãos de administração, nomeadamente em áreas onde possa haver conflito de interesses entre a gestão e a organização, incluindo-se nestas as auditorias, as remunerações e as nomeações de gestores e directores. Em termos da sua composição, é recomendada a presença de directores não executivos e em particular de directores independentes.

6.4 A Lei de Sarbanes-Oxley

Na sequência dos escândalos que abalaram o mercado de capitais norte-americano, como os da Enron ou da WorldCom, foi aprovada a 30 de Julho de 2002 a Lei de Sarbanes-Oxley, que é um documento com força de lei, ao contrário do verificado nos países da União Europeia, em que as medidas assumem a forma de recomendações.

O que tem gerado maior controvérsia é o requisito contido no parágrafo 404 “de acordo com o qual, os auditores têm o dever específico de relatar, positiva ou negativamente, sobre a adequacidade do controlo interno.” (Mackey, 2005). Também merece realce, o facto do Presidente da Comissão Executiva/CEO e do Director Financeiro/CFO terem de passar a certificar as declarações financeiras periódicas das sociedades através de uma declaração escrita (SEC 906).

Para implementação, monitorização e supervisão das disposições da lei foi criado um organismo (*Public Accounting Oversight Board*), a funcionar na dependência da SEC (*Securities and Exchange Commission*). O organismo é constituído por 5 elementos, com um tempo de serviço para cada um que não pode exceder os 5 anos. Às empresas de contabilidade, há a imposição de um registo, apenas mediante o qual poderão exercer a sua actividade, ficando, além disso, obrigadas à elaboração de relatórios periódicos para actualização da informação constante do registo (a periodicidade para elaboração dos relatórios é anual, podendo ser menor, se assim se justificar).

Outras disposições relevantes são:

- A revisão e aprovação do Relatório de Auditoria por uma pessoa qualificada que não a que elaborou o relatório, embora ligada à empresa de contabilidade;
- Não especifica quais os princípios contabilísticos aceites, mas estabelece os critérios a que têm de obedecer os organismos que emitem estes princípios (SEC. 108);
- Impede as empresas de auditoria de prestarem aos seus clientes outros serviços para além dos de auditoria, como sejam, serviços actuariais, serviços jurídicos, etc. Esta limitação não é aplicável no caso em que os serviços que não sejam de auditoria não excedam 5% do valor total dos serviços a serem pagos;
- Tanto a auditoria de uma empresa como a sua revisão não podem ser efectuadas pela mesma pessoa por períodos que excedam 5 anos;
- A nomeação, remuneração e supervisão das actividades das empresas de auditoria fica a cargo da comissão de auditoria das sociedades, cujos membros têm de ser independentes – para serem independentes não poderão aceitar remunerações por trabalhos de consultoria, aconselhamento ou outros para a sociedade, nem estarem associados a ela ou a uma das suas subsidiárias (SEC. 301);
- Na mesma secção referida no ponto anterior (SEC 401) é estipulada a elaboração de normas, em não mais de 180 dias, que obriguem à divulgação nos Relatórios Financeiros trimestrais e anuais de operações *off-balance sheet* e outras relações da sociedade com entidades ou pessoas não consolidadas que possam vir a ter um efeito material, presente ou futuro, na condição financeira, alterações da condição financeira, resultados das operações, liquidez, investimentos, recursos de capital, ou componentes significativas de receitas ou despesas;
- É declarada a ilegalidade de qualquer sociedade, incluindo uma sua subsidiária, de directa ou indirectamente, manter ou aumentar créditos, ou procurar aumentos de

crédito, sob a forma de empréstimos pessoais a um gestor executivo ou administrador da sociedade. São, no entanto, indicadas algumas excepções a esta medida, como empréstimos para a construção ou beneficiação de casas, ou crédito de consumo (SEC 402);

- Estabelece na SEC 501 a elaboração de normas por parte da SEC ou, sob a autorização e direcção desta, por parte de associações de títulos registadas ou de bolsas de valores, de modo a evitar conflitos de interesse por parte dos analistas financeiros aquando da recomendação de acções ou na elaboração de *research*.

6.5 Conclusões

Publicado em 1992 no Reino Unido, o relatório Cadbury foi precursor nalgumas matérias do governo das sociedades, como seja o enfoque dado ao órgão de administração.

Em 1999, com revisão em 2004, a OCDE publicou os seus Princípios de Governo das Sociedades, agrupados em torno de seis grandes grupos, a saber:

- I. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do Governo das Sociedades
- II. Os direitos fundamentais dos accionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos
- III. O tratamento equitativo dos Accionistas
- IV. O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no Governo das Sociedades
- V. Divulgação de informação e transparência
- VI. As responsabilidades do Órgão de Administração

Estes princípios são hoje uma importante referência internacional e têm servido de orientação para iniciativas legislativas e regulamentadoras não só nos Estados-Membros da OCDE, entre os quais se incluem Portugal e vários países comunitários, como em países terceiros.

Um estudo sobre o panorama dos códigos de governo das sociedades na União Europeia, na altura em que tinha quinze Estados-Membros, permitiu constatar que a principal diferença entre eles residia na possibilidade dos trabalhadores elegerem elementos para os órgãos de administração. Em países como a Dinamarca ou a

Alemanha, tal é possível. Outras diferenças importantes são a estrutura dos órgãos de administração e o dever de divulgação de informação da remuneração dos elementos chave da Organização.

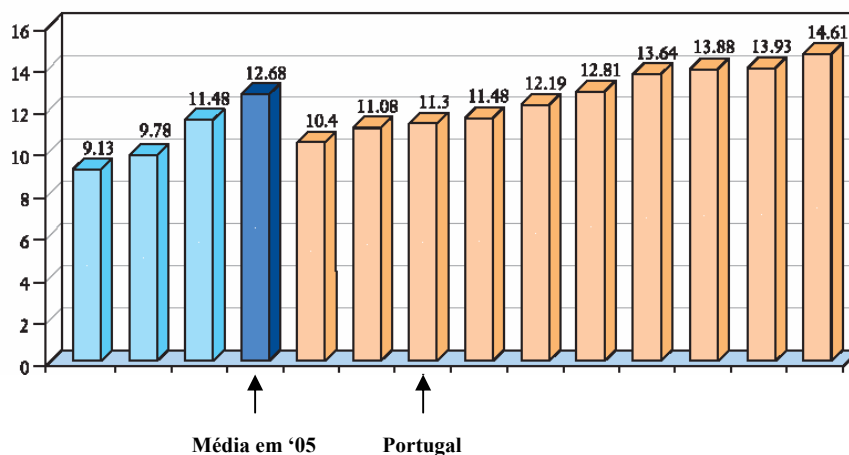
Os códigos são voluntários e não vinculativos, enquanto a Lei de Sarbanes-Oxley, referente ao mercado norte-americano, tem força de lei. Desta lei destacam-se o dever dos auditores de relatar, positiva ou negativamente, sobre a adequacidade do controlo interno e o facto das declarações financeiras periódicas das sociedades terem de ser certificadas pelo Presidente da Comissão Executiva/CEO e pelo Director Financeiro/CFO através de um declaração escrita.

7 Estudo empírico

7.1 Introdução

A importância do governo das sociedades não advém apenas dos recentes escândalos financeiros, mas sobretudo da atenção que ao assunto é dedicada pelas entidades reguladoras, bem como da forma como é percebido pelo mercado. Assim, numa pesquisa levada a cabo pela consultora McKinsey (McKinsey, 2002), uma das principais conclusões é de que na altura da avaliação de decisões de investimento, os investidores institucionais colocam as questões do governo das sociedades ao mesmo nível dos indicadores financeiros. Numa outra pesquisa (Heidrick & Struggles, 2005) pode-se ver o posicionamento de Portugal em termos do *rating* que foi atribuído ao seu governo das sociedades num conjunto de 10 países da União Europeia (o *rating* máximo é de 16).

Figura 3 - Rating do governo das sociedades de Portugal em 10 países da UE



Fonte: Gráfico retirado de Heidrick & Struggles (2005, p. 5)

A cor azul estão as médias observadas bianualmente desde 1999 (2005 está a uma cor mais escura), sendo a Itália o país com o *rating* mais baixo e o Reino Unido o que obtém o *rating* mais alto.

O que se pretende saber com este trabalho é se existe alguma relação entre o desempenho das sociedades e o seu governo, recorrendo para tal à métrica do Resultado Residual.

O trabalho inspira-se no estudo levado a efeito por MacAvoy e Millstein (2003)¹⁵, cuja finalidade era, segundo os autores, testar a hipótese de que órgãos de administração “profissionais” estão associados a uma melhor gestão e a um melhor desempenho da sociedade a que pertencem. Por órgãos de administração profissionais entendia-se aqueles que são independentes da gestão, reúnem regularmente para avaliar a gestão e sobre ela asseguram uma efectiva supervisão.

Neste estudo, os órgãos de administração analisados foram os de empresas norte-americanas cotadas em Bolsa e que responderam a um questionário da CalPERS¹⁶ relativo ao governo das sociedades.

¹⁵ Já anteriormente (1997) os mesmos autores tinham realizado um estudo idêntico, com uma amostra de empresas aproximadamente da mesma dimensão (154 em vez das 128 no último estudo), mas abrangendo um menor período temporal (período de 5 anos, 1991-1995, contra um período de 11 anos, 1991-2001). Para mais referências sobre o estudo inicial, consultar MacAvoy e Millstein (1998).

¹⁶ *California Public Employees' Retirement System* (CalPERS) é um dos maiores fundos de pensões (de benefício definido) norte-americano, oferecendo benefícios em termos de reforma e saúde para mais de 1,4 milhões de trabalhadores, reformados e suas famílias e para mais de 2.500 empregadores.

Deste modo, para Portugal será necessário analisar empresas com as mesmas características, ou seja, empresas presentes no Mercado de Cotações Oficial (MCO) e que tenham sido avaliadas em relação ao seu governo das sociedades através de um inquérito ou outro instrumento de análise semelhante.

Na página seguinte apresenta-se a comparação entre os pressupostos em que assenta o estudo de MacAvoy e Millstein (2003) e os desta tese.

Quadro 3 - Comparação entre os pressupostos do estudo empírico em MacAvoy e Millstein (2003) e os propostos para esta tese

	MACAVOY E MILLSTEIN (2003)	PROPOSTO
Amostra	Amostra inicial de 300 empresas americanas cotadas em bolsa, a qual foi reduzida para 128 empresas, após eliminação, entre outros factores, das que não responderam ao inquérito, ou das que foram alvo de um processo de fusão e aquisição	Amostra inicial de 47 empresas portuguesas cotadas no mercado de cotações oficiais, reduzida para 36 empresas, após terem sido eliminadas as que sofreram fusões e integrações noutras sociedades
Inquérito base	Inquérito da CalPERS (<i>California Public Employees Retirement System</i>) de 1995 com o objectivo de averiguar se as directrizes do governo das sociedades das empresas respondentes estavam em linha com as elaboradas pela General Motors (GM)	4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa com o objectivo de averiguar se as empresas seguiam as recomendações publicadas por este organismo sobre o Governo das Sociedades
Ordenamento da amostra	Empresas divididas segundo a classificação (<i>grades</i>) aplicada pela CalPERS: <ul style="list-style-type: none"> • A+: empresas com bom governo • A ou B: empresas a tomar medidas para conseguirem um bom governo • C, D ou F: empresas com governação fraca 	Ordenamento das empresas em função do seu grau de cumprimento das recomendações da CMVM: <ul style="list-style-type: none"> • $\geq 62,6\%$, valor correspondente à mediana do grau de cumprimento; • $< 62,6\%$.
Horizonte temporal	1991 - 2001	1998 - 2003
Indústrias/Sector de actividade	14 indústrias	3 sectores de actividade: intermediação financeira, seguros e fundos (IF), outras actividades de serviços prestadas às empresas (SGPS) e outros sectores de actividades (OS)

7.2 Recomendações e regulamentos da CMVM

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) é a autoridade em Portugal a quem compete regular e supervisionar o funcionamento dos mercados de valores mobiliários e a actividade de todas as entidades que intervêm nesses mercados, tendo autonomia financeira e administrativa.

Em Outubro de 1999, foi a primeira vez que a CMVM fez Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas, dirigidas às sociedades emitentes de acções em mercado regulamentado e aos investidores institucionais, as quais vieram a conhecer novas edições em Dezembro de 2001, Novembro de 2003 e finalmente em Novembro de 2005, esta tendo já em conta a revisão dos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, aprovada em 2004 (OCDE, 2004).

Descreve-se a forma como estão organizadas as Recomendações de 2001, por serem estas as que interessam para efeitos deste estudo¹⁷.

Constam de um total de 15 recomendações agrupadas em 5 grupos distintos: I. Divulgação de Informação, II. Exercício do Direito de Voto e de Representação de Accionistas, III. Regras Societárias, IV. Órgão de Administração e V. Investidores Institucionais.

¹⁷ Toda a informação sobre as restantes poderá ser consultada no sítio da CMVM (www.cmvm.pt).

Comparando-as com as de 1999, verifica-se que foram introduzidas três novas recomendações (recomendações 6, 12 e 13), através das quais é recomendada “a criação de um sistema interno de controlo, para a detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa, em salvaguarda do seu património e em benefício da transparência do seu governo societário” (recomendação 6), “que uma parte da remuneração dos membros do órgão de administração, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, dependa dos resultados da sociedade” (recomendação 12) e “que a proposta submetida à assembleia geral relativamente à aprovação de planos de atribuição de acções e/ou de opções de aquisição de acções a membros do órgão de administração e/ou a trabalhadores contenha todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano” (recomendação 13). As restantes recomendações mantiveram-se inalteradas, embora com uma ordem diferente: as recomendações 6, 7, 8, 9 e 12 correspondem agora às recomendações 1 a 5 e as recomendações 13 a 17 às recomendações 7 a 11.

Em termos das recomendações que integram cada grupo, tem-se o grupo I e o grupo II com duas recomendações cada. No grupo I é encorajada a utilização das novas tecnologias de informação quanto à divulgação de informação financeira e dos documentos preparatórios das reuniões das Assembleias Gerais (recomendação 1) e aconselhada a criação um gabinete de protecção ao investidor (recomendação 2), enquanto no grupo II é feita menção ao exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação (recomendação 3) e se afirma ser fundamental, não só que o accionista disponha da informação necessária para uma correcta decisão no que toca à estipulação das instruções de sentido de voto, mas também que seja explicitada a fundamentação do

sentido de voto do representante, sobretudo em casos de inexistência de instruções do representado (recomendação 4).

Por sua vez, o grupo III tem três recomendações. Para além da recomendação 6 anteriormente mencionada, é proposto o estabelecimento, ao nível da organização interna da sociedade, de regras específicas vocacionadas para regularem situações de conflito de interesses entre os membros do órgão de administração e a sociedade (recomendação 5) e indicado que as medidas adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas (recomendação 7).

Segue-se o grupo IV com seis recomendações relativas ao órgão de administração, das quais duas já foram referidas (recomendações 12 e 13). Nas restantes, é indicado que o órgão de administração deve ser composto por uma pluralidade de membros (recomendação 8), encoraja-se a inclusão de um ou mais membros independentes em relação aos accionistas dominantes (recomendação 9), menciona-se que se houver uma comissão executiva a sua composição deve reflectir o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a accionistas dominantes e os administradores independentes (recomendação 10) e encoraja-se a criação de comissões de controlo internas constituídas por administradores não executivos (recomendação 11). Este grupo de recomendações é o que viria a ter mais alterações nos anos subsequentes, nomeadamente em termos do reforço da importância dos administradores independentes.

Por último, tem-se o grupo V com duas recomendações dirigidas aos investidores institucionais, designadamente, que devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares (recomendação 14), tais como os direitos de voto, de que devem prestar informação no tocante à prática seguida (recomendação 15).

Com vista a divulgar o grau de cumprimento das recomendações por parte das sociedades cotadas, a CMVM publicou o Regulamento n.º 7/2001 que tornou obrigatória a divulgação sobre o grau e o modo de adopção das recomendações, instituindo que tal deve ser feito sob a forma de um relatório anual e seguindo uma filosofia de *comply or explain*, ou seja, indicando se as recomendações são cumpridas ou não, e neste último caso justificando o incumprimento. Entretanto, este regulamento foi alterado pelo Regulamento n.º 11/2003, onde foram introduzidas novas alterações em virtude da aprovação da Recomendação da Comissão Europeia sobre Independência dos Auditores e do Plano de Acção da Comissão Europeia sobre Direito das Sociedades —dessas alterações destacam-se os novos deveres de informação (honorários pagos aos auditores e divulgação de informação obrigatória através do sítio da Internet) e a clarificação do conceito de “administrador independente”, delimitando-o negativamente—, Regulamento n.º 10/2005 e Regulamento n.º 3/2006.¹⁸

¹⁸ Qualquer um destes regulamentos pode ser consultado na íntegra no sítio da CMVM (www.cmvm.pt).

7.3 Inquéritos às sociedades cotadas

Para aferir o cumprimento das recomendações sobre o governo das sociedades, a CMVM realizou quatro inquéritos dirigidos às empresas cotadas no Mercado de Cotações Oficiais (MCO)¹⁹, os quais tiveram lugar nos anos de 1999, 2000, 2001 e 2002.

Os inquéritos de 1999, 2000 e 2001 incidiram sobre as recomendações de 1999, enquanto o de 2002 tinha como referência as recomendações actualizadas em Dezembro de 2001, o que fez com que fosse “...distinto daqueles enviados em anos anteriores”, tal como refere a CMVM no seu estudo sobre o 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa. Aí também é referido que “...para além do número de perguntas ser superior...o conteúdo das mesmas sofreu algumas alterações...”.

Atendendo às diferenças entre o 4º Inquérito e os inquéritos anteriores, considerou-se que apenas este deveria ser tido em consideração no trabalho a efectuar, não se considerando viáveis outras alternativas como, por exemplo, considerar os resultados médios de todos os inquéritos, à semelhança do apresentado em Alves (2001). Refira-se que os inquéritos de 1999, 2000 e 2001 são quase idênticos.

¹⁹ Inquéritos de 1999, 2000 e 2001 - Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLP); Inquérito de 2002 – Euronext Lisboa.

Quadro 4 - Número de empresas cumpridoras e respectivo grau de cumprimento das recomendações do 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisbon

SOCIEDADES CUMPRIDORAS POR RECOMENDAÇÃO*												
R1	R2	R3	R4	R5	R6	R7	R8	R9	R10	R11	R12	R13
34	36	1	3	29	35	44	41	21	8	19	24	11
73,9%	78,3%	2,2%	6,5%	63,0%	76,1%	95,7%	89,1%	45,7%	36,4%	41,3%	52,2%	78,6%

* Os resultados apresentados não consideram as respostas da Brisa ao questionário, por estas terem sido enviadas posteriormente ao prazo definido pela CMVM.

Fonte: 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa

7.4 Amostra

A amostra utilizada no estudo é constituída por 36 sociedades e foi construída a partir das respostas ao 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa. Foram 47 as sociedades que responderam a este inquérito, mas devido a terem deixado de estar cotadas no MCO, essencialmente por motivos de fusões e integrações, foram excluídas 11 sociedades.

Das 36 sociedades que compõem a amostra, 24, ou seja, 67%, pertenciam ao PSI 30²⁰, ficando de fora 12 sociedades, correspondentes a 33%.

À semelhança do procedimento adoptado pela CMVM, as sociedades foram agrupadas em três sectores de actividade, obtendo-se a seguinte distribuição:

- Intermediação Financeira, Seguros e Fundos de Pensões (IF) – 2 sociedades;
- Outras actividades de serviços prestados às empresas (SGPS) - 18 sociedades;
- Outros sectores de actividade (OS) – 16 sociedades.

²⁰ Actualmente designado por BVL Geral.

As sociedades excluídas foram as seguintes:

- BA – Fábrica de Vidros Barbosa & Almeida, pois foi retirada do MCO após ter sido alvo de um *Management Buy Out* (MBO);
- Banco Comercial dos Açores, devido à OPA efectuada pelo Banif Comercial SGPS, S.A. em Dezembro de 2003;
- Banco Totta & Açores, devido à fusão ocorrida em 2004 com o Banco Santander Portugal, por incorporação no Crédito Predial Português, dando origem ao Banco Santander Totta;
- Central – Banco de Investimentos, por incorporação na Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo, S.A.;
- Companhia de Celulose do Caima SGPS e VAA – Vista Alegre Atlantis – SGPS, em virtude da cisão (*spin-off*) que a Cofina efectuou dos seus negócios, decisão tomada no final de 2004, integrando as empresas em causa na holding que criou para a área industrial (Altri);
- ITI – Investimentos Turísticos na Ilha da Madeira, devido a OPA lançada pelo grupo Pestana em Janeiro de 2002 que veio a ter mais tarde como consequência a saída de bolsa desta empresa;
- Mota-Engil, SGPS, por se ter constituído no ano 2000, em resultado da fusão das empresas Mota & Companhia e Engil, considerando-se que os dados disponíveis seriam insuficientes para o estudo em causa;
- Somague – SGPS, em resultado da sua integração no grupo espanhol Sacyr Vallehermoso;
- Telecel – Vodafone Comunicações Pessoais em resultado da fusão com o grupo inglês Vodafone.

Quadro 5 - Amostra de empresas incluídas no estudo, suas características e grau de cumprimento (%) do 4º questionário da CMVM

SOCIEDADE	SECTOR	PSI30	GRAU DE CUMPRIMENTO (%)
Banco Comercial Português	IF	Sim	75,0
Banco Espírito Santo	IF	Sim	92,3
Banif - Banco Internacional do Funchal SGPS	SGPS	Sim	30,8
BPI – SGPS	SGPS	Sim	76,9
Brisa - Auto Estradas de Portugal	OS	Sim	92,3
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS	SGPS	Sim	76,9
CIN - Corporação Industrial do Norte	OS	Sim	66,7
Companhia Industrial Resinas Sintéticas – Cires	OS	Não	54,5
Compta - Equipamentos e Serviços de Informática	OS	Não	50,0
Corticeira Amorim - SGPS	SGPS	Sim	63,6
EDP - Electricidade de Portugal	OS	Sim	61,5
Efacec - capital SGPS	SGPS	Não	50,0
Finibanco	SGPS	Não	72,7
Fisipe - Fibras Sintéticas de Portugal	OS	Não	58,3
Ibersol – SGPS	SGPS	Sim	33,3
Imobiliária Construtora Grão-Pará	OS	Não	18,2
Impresa - Sociedade Gestora de Participações Sociais	SGPS	Sim	72,7
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão	OS	Sim	41,7
Jerónimo Martins - SGPS	SGPS	Sim	50,0
Lisgráfica- Impressão e Artes Gráficas	OS	Não	27,3
Modelo Continente - SGPS	SGPS	Sim	63,6
Novabase, SGPS	SGPS	Sim	66,7
Pararede - SGPS	SGPS	Sim	46,2
Portucel Industrial - Empr. Produtora de Celulose, SGPS	OS	Sim	63,6
Portugal Telecom SGPS	SGPS	Sim	76,9
PT Multimédia SGPS	SGPS	Sim	66,7
Reditus - SGPS	SGPS	Não	58,3
SAG Gest - Soluções Automóvel Globais SGPS, SA	SGPS	Sim	66,7
Salvador Caetano - I.M.V.T.	OS	Não	66,7
SEMAPA - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS	SGPS	Sim	18,2
Sociedade Comercial Orey Antunes	OS	Não	27,3
Sociedade Construções Soares da Costa	OS	Sim	54,5
Sonae - SGPS	SGPS	Sim	72,7
Sumolis-Companhia Industrial de Frutos e Bebida	OS	Não	50,0
Teixeira Duarte - Engenharia e Construções	OS	Sim	63,6
Tertir - Terminais de Portugal	OS	Não	36,4

Fonte: 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa

8 Metodologia

8.1 Métrica para a avaliação do desempenho

Para determinar o impacto de certas práticas de governo das sociedades torna-se necessário recorrer a uma métrica que permita avaliar o desempenho das empresas.

Uma das métricas possíveis é o **EVATM**²¹, que foi a utilizada por MacAvoy e Millstein (2003) no seu estudo, tendo enumerado as seguintes vantagens:

1. Assenta no pressuposto de que “o principal objectivo de qualquer empresa deverá ser o de maximizar a riqueza dos seus accionistas”²²;
2. É fácil de utilizar, recorrendo a uma medida do rendimento que pode ser aplicada a todas as empresas, desta forma reduzindo a necessidade de depender de múltiplas medidas e por vezes contraditórias;
3. Pode ser utilizado numa indústria “em diferentes fases de crescimento...quer seja um negócio intensivo em capital ou se trate de serviços”²³;

²¹ O EVATM é uma marca registada pela consultora Stern Stewart & Co., embora a sua fórmula de cálculo seja idêntica à do Resultado Residual, definida mais adiante. A diferença que há entre o EVATM e o Resultado Residual reside quanto muito na aplicação da fórmula, pois enquanto para a primeira métrica estão preconizados mais de 200 ajustamentos a efectuar às demonstrações financeiras (Neves, 2001), para a segunda a prática é recorrer a valores contabilísticos.

²² Citando Stewart, B. (1994), EVATM: Fact and Fantasy, *Journal of Applied Corporate Finance* (Summer), Vol. 7, 72.

²³ Citando Walbert, L. (1995), The 1994 Stern Stewart Performance 1000, *Journal of Applied Corporate Finance* (Winter), Vol. 7, No. 4, 106.

4. Entra em linha de conta com o montante do investimento empresarial e especifica uma taxa de rendibilidade a ser ganha sobre o capital empregue, de modo a cobrir o custo de oportunidade do investimento;
5. “...reconhece explicitamente o custo do capital próprio”, o qual “é [determinado pelo] valor para o accionista”²⁴.

Por sua vez, Neves (2001, p. 15) enumera como vantagens do EVATM:

1. É um valor absoluto e não um valor relativo, permitindo expressar o valor económico criado em cada exercício para a empresa;
2. Pode calcular-se sempre independentemente do nível de desempenho;
3. A base de comparação dos resultados passa a ser o custo do capital, tornando-se uma medida de desempenho mais coerente com as decisões correntes da gestão e as decisões de investimento;
4. Os prémios, incentivos e outros benefícios, podem basear-se de forma mais objectiva em função do valor criado para a empresa e seus accionistas;
5. O adiamento de investimento tem um menor impacto sobre o seu valor. Neste aspecto minimiza o problema da visão de curto prazo, mas não a resolve completamente;
6. Os objectivos de rendibilidade passam a ser definidos em termos do custo do capital.

²⁴ Citando Sheehan, T. J. (1994), To EVATM or Not to EVATM: Is That the Question?, *Journal of Applied Corporate Finance* (Summer), Vol. 7, No. 2, 85.

Não obstante os argumentos anteriormente mencionados, Alves (2001, p. 65) prefere os retornos de mercado, embora “...ajustados ao risco específico de cada activo”. Em relação aos modelos de avaliação dos retornos explicita que “...consideramos que o CAPM²⁵ não garantiria que os padrões de resultados detectados não fossem integralmente explicados por outros factores (além do diferente grau de cumprimento das recomendações da autoridade de supervisão)”. No entanto, MacAvoy e Millstein (2003, p. 48) justificam não ter escolhido este tipo de métrica, porque “após os accionistas terem capitalizado os ganhos esperados de terem colocado um órgão de administração profissional, no ano seguinte os ganhos anuais das empresas que são bem governadas deverão ser os mesmos das empresas que não o são”.

Neste trabalho optou-se por utilizar uma adaptação do **Resultado Residual** que, como se verá na secção seguinte, é uma métrica equivalente ao EVATM.

²⁵ CAPM é a abreviatura de *Capital Asset Pricing Method* e trata-se de um modelo que pretende representar “o comportamento do accionista na avaliação que este faz dos activos e qual a rendibilidade a que aspira” (Neves, 2000a). Permite a determinação do custo médio (ponderado) de capital, que serve de referência para o cálculo do EVATM. Trata-se por isso, em última análise, de uma crítica à utilização desta métrica para a avaliação do desempenho das empresas.

8.2 Cálculo do Resultado Residual

O Resultado Residual (RR), corresponde ao excesso dos resultados operacionais após imposto relativamente à rentabilidade exigida pelos credores e accionistas, e é traduzido pela fórmula,

$$RR_i = RO_i \cdot (1-t) - k_m \cdot CI_{i-1} = ROLI - k_m \cdot CI_{i-1} \quad (1)$$

que, como se pode comprovar, é equivalente à que permite o cálculo do EVATM, sendo,

RO – Resultado Operacional

t – Taxa de imposto sobre lucros

k_m – Custo médio de capital

CI – Capitais Investidos

Decompondo o custo médio de capital em custo de capitais próprios (k_e) e custo de capitais alheios (k_d), obtém-se,

$$RR_i = RO_i \cdot (1-t) - k_d \cdot (1-t) \cdot CA_{i-1} - k_e \cdot CP_{i-1}$$

Colocando (1-t) em evidência, conclui-se que,

$$RR_i = RL_i - k_e \cdot CP_{i-1} \quad (2)$$

Tal resultado identifica a criação de valor para os accionistas.

A vantagem de recorrer à expressão (2) em detrimento da do EVA™, é a de evitar o cálculo do custo médio ponderado de capital (k_m), sendo apenas necessário determinar uma das suas componentes, k_e (custo do capital próprio).

No entanto, ainda não se está em condições de replicar o cálculo efectuado em MacAvoy e Millstein (2003), pois aqui o valor criado é dado em percentagem e não em unidades monetárias, de modo a evitar que possa haver empresas com um melhor desempenho, mais em resultado da sua dimensão do que de uma melhor gestão.

Para o efeito, MacAvoy e Millstein (2003), recorrem à diferença entre Rendibilidade dos Capitais Investidos (RCI) e o custo médio de capital (k_m)²⁶.

Atendendo a que a expressão (2) traduz o valor criado para os accionistas, opta-se por recorrer neste estudo a uma variante dessa expressão também na óptica dos accionistas:

$$\boxed{RR_i = RCP_i - k_e} \quad (3)$$

²⁶ Atendendo à definição do rácio de Rendibilidade dos Capitais Investidos (RCI), os resultados operacionais após imposto podem ser expressos por $RO_i \cdot (1-t) = RCI_i \cdot CI_{i-1}$. Colocando CI_{i-1} em evidência na expressão (1), vem $RR_i = (RCI_i - k_m) \cdot CI_{i-1}$, pelo que MacAvoy e Millstein (2003) adopta uma variante do EVA™, baseada na determinação do termo entre parêntesis.

RCP_i é a Rendibilidade dos Capitais Próprios, obtida a partir da igualdade,

$$RCP_i = \frac{RL_i}{CP_{i-1}} \quad (4)$$

enquanto o custo do capital próprio (k_e) é dado por,

$$k_e = R_F + \beta \times (R_m - R_F) = R_F + \beta \times P_m \quad (5)$$

com:

R_F – Taxa de juro sem risco

β - Índice de risco do activo financeiro

R_m - Rendibilidade do mercado

P_m - Prémio de risco do mercado

Tal como indicado acima, o parâmetro β é uma medida do risco de cada activo financeiro e pode ser estimado mediante uma regressão linear simples entre a rendibilidade das acções de uma sociedade cotada e a rendibilidade do mercado, atendendo a que a expressão anterior pode ser reescrita da forma,

$$k_e - R_F = \beta \times (R_m - R_F)$$

ou mais simplificadamente,

$$k_e = a + b \cdot R_m$$

em que $a = 0$ e “b” é o parâmetro a estimar.

A função LINEST do Excel permite este cálculo, tendo-se procedido à sua implementação através de uma macro, de forma a automatizar o processo de obtenção dos betas das sociedades da amostra.

Para além dos betas, a função LINEST permite determinar a constante da intercepção da recta estimada e estatísticas referentes a essa estimativa mediante a escolha da opção “TRUE” para os campos “Const” e “Stats” em LINEST (*Known_y's*; *Known_x's*; *Const*; *Stats*). Os primeiros campos, *Known_y's* e *Known_x's* são as rendibilidades das acções da empresa e do mercado, respectivamente. Em ambos os casos, as rendibilidades utilizadas foram as geométricas, por serem estas preferíveis, conforme demonstrado em Neves (2002, p. 115), considerando rendibilidades mensais²⁷ por um período de cinco anos para as acções e o índice BVL Geral para a rendibilidade do

²⁷ As rendibilidades diárias possuem mais ruído do que as mensais pela falta de liquidez e transacção diária de alguns títulos, pelo que estas são preferíveis. Há, no entanto, que ter em atenção que as rendibilidades mensais implicam, para o mesmo número de observações, um horizonte temporal mais dilatado, aumentando a probabilidade do beta da empresa se ter entretanto alterado. Deste modo, deve-se recorrer, no mínimo, a um período de três a quatro anos, sendo na prática frequentes os períodos de cinco anos (Neves, 2002, p. 121).

mercado. Excepcionalmente, recorreu-se a períodos amostrais compreendidos entre três a cinco anos para as empresas cotadas em Bolsa há menos tempo (Impresa e Novabase).

A partir da estimativa dos betas está-se então em condições de calcular o custo do capital próprio, tendo em atenção os seguintes aspectos:

1. A escolha da maturidade mais adequada à Obrigação do Tesouro (OT) a utilizar como referência para a taxa de juro sem risco. Neves (2002) aconselha uma maturidade de longo prazo, referindo que essa escolha muitas vezes recai sobre as Obrigações do Tesouro a 10 anos. Seguindo esta recomendação, e tomando o ano de 2003 como referência, tem-se uma taxa de rendibilidade até à maturidade (TRM) de 5,44% (Quadro 6);

Quadro 6 - Obrigação do Tesouro com maturidade de 10 anos

OT (taxa fixa)	Taxa de juro %	Maturidade	Cotação negoc. (%)	TRM (%)
OT-SET 13	5,450	23 SET 2003	107,11	5,44

Fonte: Diário Económico (27/06/2006)

2. Para o prémio de risco histórico abrangendo o período 1990-2000, Neves (2002) apresenta dois valores distintos, um calculado de acordo com a média aritmética e outro com a média geométrica, sendo, respectivamente, de 7,82% e de 5,38%. No entanto, não há uma conclusão sobre qual o valor a adoptar. Na realidade, apenas são do conhecimento do autor deste trabalho dois estudos com o objectivo de determinar o prémio de risco em Portugal: o de Alpalhão (2005) e o de Neves

(2004), em que no primeiro é estimado um prémio de risco de mercado 33% a 40% superior ao dos E.U.A., enquanto o segundo apresenta um valor de 6,3812%, valor este que também é o aqui adoptado.

Os valores das rendibilidades mensais, quer de cada título, quer do mercado, necessários ao cálculo dos betas, bem como os dados contabilísticos de cada sociedade necessários aos cálculos —resultados líquidos, capital próprio e total do activo líquido— foram retirados da base de dados DATASTREAM.

Na indisponibilidade dos dados contabilísticos no DATASTREAM, estes foram solicitados directamente às sociedades por pedido escrito (e-mail) e para os casos em que não se obteve resposta procedeu-se à sua solicitação, também por escrito/e-mail, à Euronext Lisboa. No final, ficaram por averiguar os seguintes dados:

- Impresa – Capital próprio de 1997;
- Pararede - Capital próprio de 1997;
- Sag Gest - Capital próprio de 1997;
- Novabase - Capital próprio de 1997, resultados líquidos, capital próprio e total do activo líquido de 1998;
- Tertir - Capital próprio e total do activo líquido de 1998²⁸.

²⁸ Uma vez que no DATASTREAM estavam disponibilizados os valores de capital próprio da Tertir para 1997 e 1999, os quais pouco diferiam entre si, considerou-se para 1998 um valor resultante da média dos dois anos adjacentes, de modo a possibilitar o cálculo do resultado residual em 1999.

8.3 Ordenamento da amostra

Atendendo a que a hipótese em estudo é a de que as empresas com melhor governo corresponde um melhor desempenho, o critério para ordenação da amostra é o do grau de cumprimento das empresas respondentes ao 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa.

Adicionalmente, as empresas foram classificadas em “empresas cumpridoras” e “empresas não cumpridoras”, considerando-se cumpridoras as que tivessem um grau de cumprimento das recomendações igual ou superior à mediana (a mediana é superior à média, conforme apresentado no Quadro 5) e as restantes seriam as empresas não cumpridoras.

Quadro 5: Estatísticas relativas ao grau de cumprimento das recomendações

MÉDIA (%)	MEDIANA (%)	DESVIO PADRÃO (%)
57,3	62,6	18,8

Foi também necessário ordenar a amostra de acordo com o sector a que as sociedades pertenciam, de modo a determinar o valor médio criado em cada sector, sendo que a CMVM considerou três sectores de actividade no questionário de 2002: Intermediação Financeira, Seguros e Fundos de Pensões (IF), outras actividades de serviços prestados às empresas (SGPS) e outros sectores de actividade (OS).

9 Resultados

Sendo o Resultado Residual, dado pela expressão (3) anteriormente deduzida, a métrica escolhida para a avaliação de desempenho, estudou-se a sua evolução no período 1998-2003 para as duas situações configuradas em MacAvoy e Millstein (2003):

Situação 1

Agrupando as sociedades em face do seu grau de cumprimento das recomendações da CMVM, avaliado pelo questionário elaborado por esta entidade em 2002, sem ter em conta o sector a que pertenciam.

Situação 2

Agrupando na mesma as sociedades em face do seu grau de cumprimento das recomendações da CMVM, mas tendo em conta o sector a que pertenciam, recorrendo para o efeito ao *spread* entre o desempenho de cada uma delas e o da média do sector.

Complementarmente, procedeu-se à validação dos resultados através de uma regressão linear, tendo em consideração o sector a que pertence cada sociedade, correspondente à situação 2, teste esse que também foi efectuado por MacAvoy e Millstein (2003).

9.1 Resultado Residual em função do Grau de Cumprimento

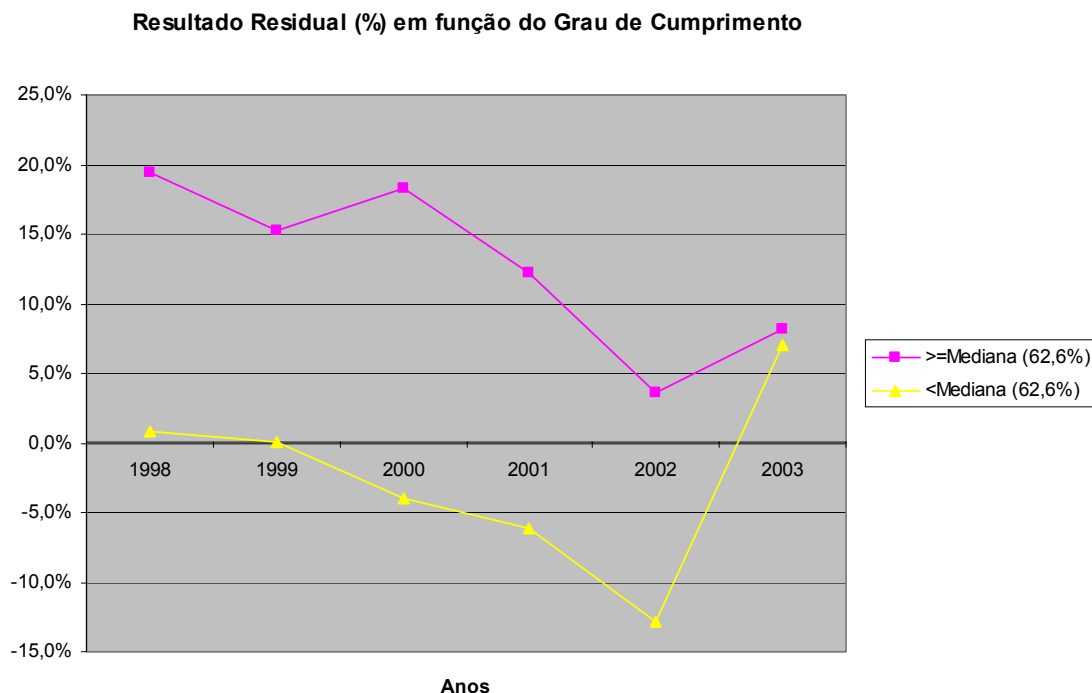
A evolução do Resultado Residual em função do grau de cumprimento das recomendações da CMVM ao longo do período 1998-2003 está representada na Figura 4.

O procedimento seguido foi:

1. Cálculo do Resultado Residual de cada sociedade para o período de seis anos em estudo;
2. Cálculo do Resultado Residual médio, ponderado pelo total do activo (líquido) de cada sociedade no total dos activos²⁹, para as sociedades com grau de cumprimento maior ou igual a 62,6% (empresas cumpridoras) e para as sociedades com grau de cumprimento menor que 62,6% (empresas não cumpridoras).

²⁹ Ver MacAvoy e Millstein (2003, p. 58).

Figura 4 - Resultado Residual em função do grau de cumprimento



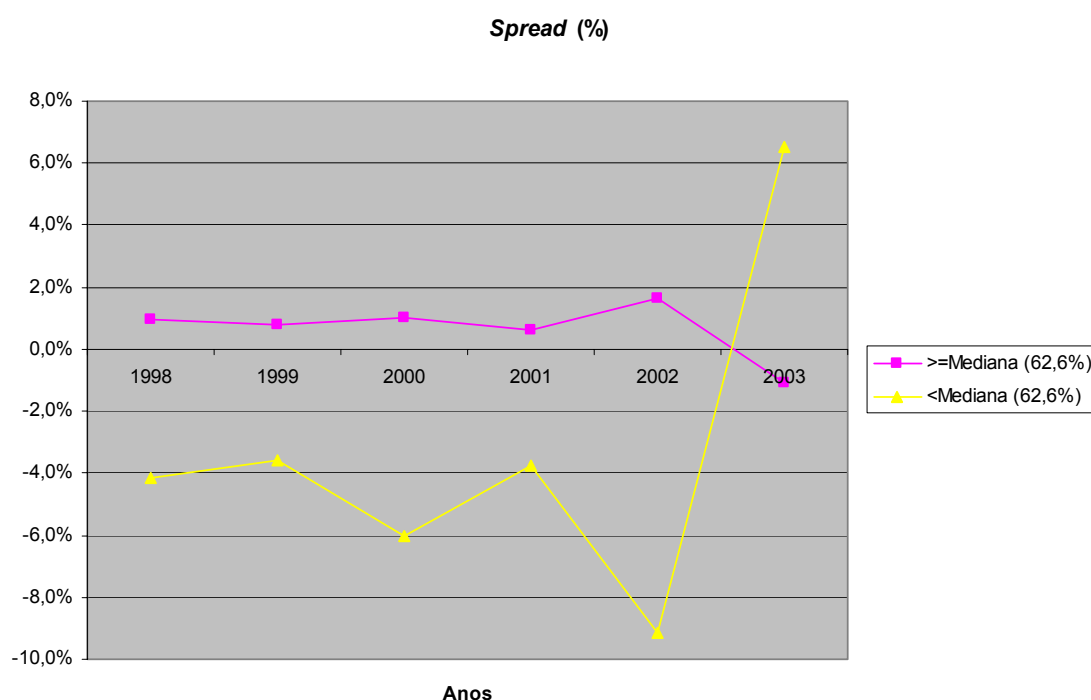
O gráfico mostra que há uma maior criação de valor por parte das empresas cumpridoras em todo o período, sendo a criação de valor por parte das empresas não cumpridoras praticamente nula ou mesmo negativa nalguns anos (2000, 2001 e 2002).

Em 2003, os resultados para as empresas cumpridoras e para as empresas não cumpridoras são praticamente idênticos (1,23% de diferença), devido à influência da Jerónimo Martins, pertencente ao grupo das não cumpridoras, que teve um desempenho excepcional: o *cash flow* atingiu neste ano um máximo histórico. Excluindo os valores da Jerónimo Martins, os resultados para as empresas não cumpridoras viriam negativos.

9.2 Spread em relação à média do sector

De modo a corrigir o eventual efeito nos resultados do sector a que pertencem as sociedades, determinou-se o *spread* entre o Resultado Residual de cada sociedade e o Resultado Residual médio do sector a que pertence. Tal como na situação anterior, o Resultado Residual de cada empresa é ponderado pelo peso do respectivo activo no total dos activos.

Figura 5 - *Spread* entre o Resultado Residual e o Resultado Residual médio do sector (em função do grau de cumprimento)

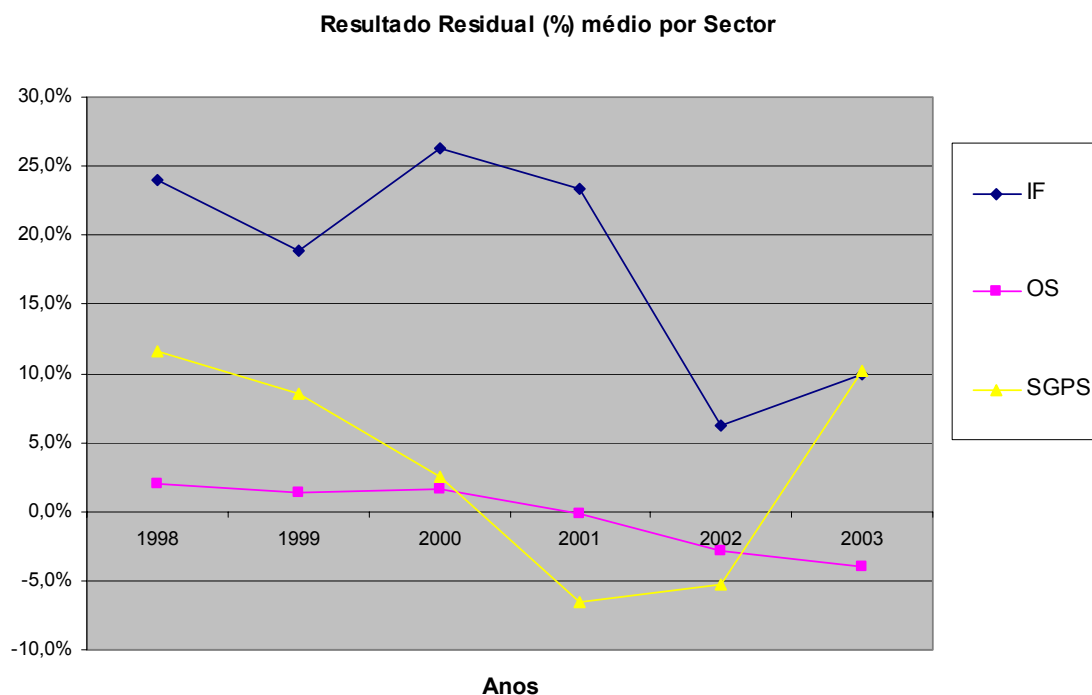


Ressalta a forte inflexão em 2003 dos resultados das empresas não cumpridoras, que são as que apresentam melhor desempenho. Por sua vez, as empresas cumpridoras apresentam valores negativos, não estando por isso a criar valor. A distorção dos

resultados neste ano provém novamente do desempenho excepcional da Jerónimo Martins.

A título informativo, representam-se na Figura 6 os Resultados Residuais médios por Sector. Destaca-se o sector da Intermediação Financeira, Seguros e Fundos de Pensões (IF) que apresenta melhores resultados em todos os anos, com excepção de 2003, embora se deva ter em atenção que na amostra apenas duas empresas integram este sector. Em 2003, o sector com o Resultado Residual mais elevado é o de outras actividades de serviços prestados às empresas (SGPS), mas que em 2001 e 2002 apresenta resultados negativos e inferiores aos outros dois sectores. Fora esses anos, o sector das SGPS é sempre superior aos outros dois sectores de actividade (OS), que praticamente não cria valor.

Figura 6 - Resultados Residuais médios por Sector



9.3 Regressão linear

Em alternativa aos cálculos seguidos na secção anterior, mas tendo em conta na mesma o sector a que pertencem as sociedades e à semelhança do procedimento adoptado em MacAvoy e Millstein (2003), pode recorrer-se a uma regressão do tipo,

$$y = m_1x_1 + m_2x_2 + \dots + b$$

em que a variável dependente (y) é a variável que mede o desempenho (Resultado Residual) e as variáveis x 's são variáveis independentes, tendo-se definido o seguinte conjunto de variáveis independentes:

x1 - Sector Intermediação Financeira, Seguros e Fundos de Pensões (IF)

x2 - Sector Outras actividades de serviços prestados às empresas (SGPS)

x3 – Sector Outros sectores de actividade (OS)

x4 - Mau grau de cumprimento das recomendações da CMVM (< 62,6%)

x5 – Dimensão da sociedade mensurada pelo activo

As variáveis x_1 , x_2 , x_3 e x_4 são variáveis *dummy*, ou seja, apenas assumem os valores 0 e 1.

Pretendia-se provar a hipótese em estudo pela negativa (*null hypothesis*), ou seja, que o facto de uma sociedade ser cumpridora das recomendações da CMVM não tem qualquer influência sobre o desempenho. Porém, os resultados obtidos não se revelaram

estatisticamente significativos, considerando-se como tal os resultados que tivessem um *valor P* inferior a 0,05.

Tal pode ser devido, entre outras causas, ao número de dados disponível ser escasso para se ter uma regressão estável e com validade estatística.

Apresentam-se em anexo (Anexo 2) os resultados obtidos para cada um dos anos (1998, 1999, 2000, 2001, 2002 e 2003).

10 Conclusões

O reduzido número de estudos empíricos existentes em Portugal sobre o governo das sociedades, foi a razão que nos levou a realizar este estudo que é inspirado no trabalho publicado em livro por dois importantes autores norte-americanos nesta área (MacAvoy e Millstein, 2003).

A hipótese a testar era a de que as empresas com melhores órgãos de administração, ou seja com um melhor governo societário, possuíam um melhor desempenho.

Considerando o grau de cumprimento das recomendações da CMVM demonstrado nas respostas ao 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa como medida da “qualidade” de governo societário e uma variante do Resultado Residual como métrica para a avaliação de desempenho, foi estudada a evolução desta métrica em função do grau de cumprimento (em percentagem) ao longo do período abrangido (1998-2003). Os dados utilizados foram retirados da base de dados DATASTREAM.

Divididas as empresas em “cumpridoras” (grau de cumprimento maior ou igual a 62,6%) e “não cumpridoras” (grau de cumprimento menor do que 62,6%) apuraram-se os resultados em duas situações: primeiro, recorrendo a uma média ponderada do Resultado Residual, tendo o total dos activos como pesos (situação 1); depois recorrendo a um *spread* entre o Resultado Residual da sociedade e o Resultado Residual

médio do sector (situação 2), para anular a eventual influência do sector a que as empresas pertenciam.

Nas duas situações, as “empresas cumpridoras” têm sempre melhor desempenho. A única exceção ocorreu no ano de 2003 na situação 2, devido ao desempenho excepcional de uma das empresas do grupo das “empresas cumpridoras”. Em alternativa aos métodos referidos, recorreu-se a uma regressão linear, destinada a provar a hipótese em estudo. Contudo, daqui não puderam ser extraídas quaisquer conclusões, devido aos resultados obtidos não serem estatisticamente significativos.

Concluindo, pode-se afirmar que os resultados obtidos indiciam que as empresas com melhor governo societário são as que apresentam melhor desempenho, embora estes resultados careçam de confirmação futura, atendendo, entre outros, aos seguintes factores:

- A dimensão da amostra utilizada por MacAvoy e Millstein (2003) é superior à deste estudo (128 empresas contra 36) e o período é mais alargado (1991-2001 contra 1998-2003);
- A preocupação com o governo das sociedades surgiu nos Estados Unidos muito antes de ter surgido em Portugal;
- O mercado de capitais nacional tem uma fraca liquidez, ao contrário do norte-americano;
- A métrica utilizada analisa o desempenho das sociedades na óptica dos accionistas, não tendo em consideração a óptica de outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades (*stakeholders*).

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 - Mecanismos de acção dos principais sobre a gestão	19
Quadro 2 - Sistemas de administração e presença dos trabalhadores no órgão de supervisão em quinze países europeus	58
Quadro 3 - Comparação entre os pressupostos do estudo empírico em MacAvoy e Millstein (2003) e os propostos para esta tese.....	69
Quadro 4 - Número de empresas cumpridoras e respectivo grau de cumprimento das recomendações do 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisbon	75
Quadro 5 - Amostra de empresas incluídas no estudo, suas características e grau de cumprimento (%) do 4º questionário da CMVM	78
Quadro 6 - Obrigação do Tesouro com maturidade de 10 anos.....	86

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Interacção Principais-Agentes	18
Figura 2 – Componentes da remuneração de Presidentes da Comissão Executiva/CEO's em diferentes países em 2005	28
Figura 3 - Rating do governo das sociedades de Portugal em 10 países da UE.....	66
Figura 4 - Resultado Residual em função do grau de cumprimento	91
Figura 5 - <i>Spread</i> entre o Resultado Residual e o Resultado Residual médio do sector (em função do grau de cumprimento)	92
Figura 6 - Resultados Residuais médios por Sector	93

11 Bibliografia

- Agrawal, A. e Knoeber, Charles R. (1996), Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 31, pp. 377-397.
- Alpalhão, R. e P. Alves (2005), The portuguese equity premium: what we know and what we don't know, *Applied Financial Economics*, Vol. 15, Issue 7, pp. 489-498.
- Alves, C. e Mendes, V. (2001), As Recomendações da CMVM Relativas ao *Corporate Governance* e a Performance das Sociedades, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários (II Parte – Publicação de Estudos por ocasião do 10º aniversário da CMVM)*, 12, pp. 57-88.
- Banco Mundial (2002), *Building Institutions for Markets: World Development Report 2002*, Oxford University Press (Published for the World Bank).
- Becht, M. (1999), European Corporate Governance: Trading off liquidity against control, *European Economic Review*, 43, pp. 1071-1083.
- Becht, M., Bolton, P. e Röell, A. (2003), Corporate Governance and Control, in: *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 1A, Amsterdam: North-Holland.
- Bender, Ruth (2005), Recompensas Justas para a Nova Abordagem à Remuneração, *Especial Corporate governance (Diário Económico)*, III, pp. VI-VIII.
- Bowman, Edward H. e Useem, M. (1995), The Anomalies of Corporate Governance, in: Edward Bowman e Bruce Kogut (ed.), *Redesigning the Firm*, Oxford University Press.
- Cadbury, A. (1992), *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Relatório escrito pelo British Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.

- Câmara, P. (2001), O Governo das Sociedades em Portugal: uma introdução, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários (II Parte – Publicação de Estudos por ocasião do 10º aniversário da CMVM)*, 12, pp. 45-56.
- Charkham, J. (1994), *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, New York: Oxford University Press.
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005), *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, Lisboa: CMVM.
- Evan, W. M. (1993), *Organization Theory: Research and Design*, New York: Macmillan.
- Gompers, P. A., Ishii, J. e Metrick, A. (2001), *Corporate Governance and Equity Prices*, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.
- Heidrick & Struggles (2005), *Corporate Governance in Europe: What's the Outlook?*, Heidrick & Struggles International, Inc..
- Iskander, Magdi R. e Chamlou, Nadereh (2000), *Corporate Governance: A framework for implementation*, Washington, D.C.: World Bank Group.
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: Steven G. Medema (ed.), *The legacy of Ronald Coase in Economic Analysis – I*, Great Britain: Edward Elgar.
- Jones, I. W. e Pollitt, M. G. (2003), *Understanding how issues in Corporate Governance develop: Cadbury Report to Higgs Review*, University of Cambridge, Cambridge.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A. (1998a), *Corporate Ownership Around the World*, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. W. (1998b), *Agency Problems and Dividends Policies Around the World*, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.

- MacAvoy, Paul W. e Millstein, Ira M. (1998), The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporations, *Columbia Law Review*, 5, pp. 1283-1322.
- MacAvoy, Paul W. e Millstein, Ira M. (2003), *The recurrent crisis in Corporate Governance*, New York: Palgrave Macmillan.
- Mackey, John (2005), Melhorar o governo das sociedades sobre o relato financeiro – Lições que podemos tirar das experiências de outros países, *Especial Corporate governance (Diário Económico)*, II, pp. 9.
- McKinsey & Company (2002), *Global Investor Opinion Survey*, McKinsey & Company.
- Neves, J. C. (2000a), *Análise Financeira: Vol. I - Técnicas Fundamentais*, Lisboa: Texto Editora, 12ª Edição.
- Neves, J. C. (2000b), *Análise Financeira: Vol. II – Avaliação do Desempenho Baseada no Valor*, Lisboa: Texto Editora, 12ª Edição.
- Neves, J. C. (2001), *Avaliação do Desempenho Económico*, ISEG, Departamento de Gestão.
- Neves, J. (2002), *Avaliação de Empresas e Negócios*, Lisboa: Mc Graw Hill.
- Neves, J. e Pimentel, P. (2004), The equity risk premium in Portugal in the 1990's and the Merton approach, *European Review of Economics and Finance*, Vol. 3, nº 1, pp. 35-59.
- Nunes, P. C. (2001), *Responsabilidade civil dos administradores perante os accionistas*, Livraria Almedina.
- OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2004), *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*, Grupo de Orientação (*Steering Group*) sobre o Governo das Sociedades da OCDE, Paris: OCDE.

- Shleifer, A. e Vishny, R. W. (1996), *A Survey of Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A. da e Monteiro, M. A. (2006), *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*, Instituto Português de Corporate Governance.
- Smith, Adam (1775), *Inquérito sobre a Natureza e as Causas da Riqueza das Nações*, Fundação Calouste Gulbenkian, Volume II, Edição de 1981.
- Strong, N. e Waterson, M. (1987), Principals, Agents and Information, in: R. Clarke & T. McGuinness (ed.), *The Economics of the Firm*, Blackwell Publishers.
- The High Level Group of Company Law Experts (2002), *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*, Comissão Europeia.
- Weil, Gotshal & Manges (2002), *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*, Comissão Europeia.
- Weiss, Elliott (1978), Governing, disclosing and corporate legitimacy, in: William R. Dill (ed.), *Running the American Corporation*, New Jersey: Prentice-Hall.
- Wheelen, Thomas L. e Hunger, J. David (2002), *Strategic Management and Business Policy*, New Jersey: Prentice Hall.
- Williamson, Oliver E. (2002), The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract, *The Journal of Economic Perspectives*, Summer 2002, Volume 16, Number 3.
- Williamson, Oliver E. (1996), *The Mechanisms of Governance*, New York: University Press.
- Zingales, L. (1997), *Corporate Governance*, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.

ANEXO 1: RESULTADOS

ANEXO 2: REGRESSÃO LINEAR

ANEXO 3: MACROS EXCEL