



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

Departamento de Gestão

Mestrado em Gestão de Empresas

Especialização em Finanças

**A RELAÇÃO ENTRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES E A
RENDIBILIDADE DAS EMPRESAS COTADAS NA EURONEXT
LISBOA NO PERÍODO ENTRE 2003 E 2007**

Dissertação de Mestrado sob a orientação do Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva
Departamento de Gestão – Universidade de Évora

Pedro Miguel Batista Pinheiro

Évora, Dezembro de 2009

UNIVERSIDADE DE ÉVORA

Departamento de Gestão

Mestrado em Gestão de Empresas

Especialização em Finanças

**A RELAÇÃO ENTRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES E A
RENDIBILIDADE DAS EMPRESAS COTADAS NA EURONEXT
LISBOA NO PERÍODO ENTRE 2003 E 2007**

Dissertação de Mestrado sob a orientação do Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva
Departamento de Gestão – Universidade de Évora



Pedro Miguel Batista Pinheiro

Évora, Dezembro de 2009

Aos meus pais,

Agradecimentos

No final do percurso temos de olhar para trás e agradecer a todos aqueles que, de forma mais ou menos efectiva, nos acompanharam na viagem e contribuíram para que esta chegasse a bom porto.

O primeiro agradecimento vai para o meu orientador, Professor Doutor Jacinto Vidigal da Silva, por nunca ter deixado de acreditar, pela sua confiança, disponibilidade, simpatia, colaboração e empenho ao longo de todo este percurso.

À Doutora Maria do Céu Almeida agradeço a força, incentivo e empenho ao longo deste trabalho. À Ana Isabel Dias agradeço toda a amizade, companheirismo, disponibilidade e apoio incondicional que transmitiu.

À Doutora Manuela Rebelo Duarte e ao Doutor Rui Pais de Almeida agradeço o incentivo e compreensão ao longo destes anos.

Aos meus colegas e amigos da equipa de Projecto em Simulação Empresarial e a todos os que dela fizeram parte, agradeço o carinho, a amizade e apoio demonstrado, bem como a todos os meus colegas e amigos no ISCAL por todo o apoio prestado.

À minha família e amigos deixo aqui o meu muito obrigado por terem sempre acreditado, por nunca deixarem de apoiar e de estar presentes, em suma por serem um dos suportes deste trabalho.

Por último, mas não menos importante, à Anabela, à Ana, à Filipa e à Patricia, por terem embarcado comigo nesta aventura que agora termina. Pelos momentos que passamos juntos ao longo deste curso de mestrado, posso afirmar que foi um privilégio ter-vos como colegas e como amigas.

A todos aqueles que não mencionei, mas que de algum modo me auxiliaram neste percurso, deixo o meu mais sincero voto de gratidão.

Muito obrigada a todos por iluminarem o meu caminho neste trajecto solitário.

A relação entre o governo das sociedades e a rendibilidade das empresas cotadas na Euronext Lisboa no período entre 2003 e 2007

Resumo

A discussão acerca do governo das sociedades tem a sua génese no século passado e desde esse momento, tem sido objecto de estudo em diversos trabalhos, nomeadamente no tocante à relação entre os mecanismos de governo das sociedades e o desempenho financeiro destas. A necessidade de alinhamento entre os interesses dos diversos agentes e o seu impacto no plano financeiro, tem sido uma preocupação constante, acentuada sempre que a confiança dos agentes económicos é abalada e o papel desses mecanismos questionado.

Na sequência do que foi referido, este estudo pretende investigar a existência de uma relação entre a dimensão e composição do conselho administração de uma sociedade e o seu desempenho financeiro nos anos de 2003 a 2007. A população é constituída por 52 empresas cotadas na Euronext Lisboa, pertencentes ao PSI geral.

O desempenho financeiro foi medido através da rendibilidade dos activos e da rendibilidade dos capitais próprio das empresas acima referenciadas, sendo os conselhos de administração analisados em referência ao número total de membros e de membros independentes que o integram, assim como relativamente ao peso relativo desta tipologia de elementos na composição do referido órgão.

Na recolha e análise dos dados foi efectuada uma análise aos relatórios de contas e de governo das sociedades, assim como foram utilizadas técnicas estatísticas de análise univariada, bivariada e multivariada.

Os resultados empíricos sugerem que a relação entre as variáveis de governo das sociedades utilizadas e o desempenho financeiro é insignificante, sendo estatisticamente inexistente em alguns dos anos analisados, no entanto nos anos mais recentes a referida relação tem-se acentuado e ganho significância estatística, o que poderá evidenciar uma alteração no comportamento da relação entre as variáveis.

The relation between corporate governance and financial performance of the companies listed on Euronext Lisbon from 2003 to 2007

Abstract

The discussion around corporate governance has begun on the 19th century and since then it has been studied in several papers, namely regarding the relationship between corporate governance mechanisms and financial performance of companies are concerned. The need for alignment between the interests of various actors and their impact on the financial results has been a constant concern, pronounced whenever the confidence of economic agents' is disturbed and the role of such mechanisms is questioned.

Following the above, this study is concerned with the existence of a relationship between the size and composition of the board of directors of a company and its financial performance from 2003 to 2007. The population is made up of 52 companies listed on Euronext Lisbon, part of the PSI general index.

Financial performance of the above mentioned companies was measured by return on assets and return on equity, and their boards of directors analysed in reference to the total number of members and independent members, as well as the relative preponderance of this type of elements in the composition of the board.

Leading to the collection and analysis of the data, it was conducted a content analysis of financial reports and corporate governance reports, and statistical techniques were used for univariate, bivariate and multivariate analyses.

The empirical results suggest that the relationship between the variables of the corporate governance used and the financial performance is insignificant, statistically non-existent in some of the years analysed. However, in recent years this relationship has become stronger and has gained statistical significance, which might indicate a behaviour change in the relationship between the variables.

ÍNDICE

LISTA DE QUADROS	IX
LISTA DE GRÁFICOS	X
LISTA DE ABREVIATURAS	XI
1. INTRODUÇÃO	1
PARTE I – CONTEXTUALIZAÇÃO.....	3
2. CONCEITO DE CORPORATE GOVERNANCE	3
3. EVOLUÇÃO DO CORPORATE GOVERNANCE NO CONTEXTO INTERNACIONAL.....	4
3.1. <i>Os princípios da OCDE.....</i>	7
4. EVOLUÇÃO DO GOVERNO DAS SOCIEDADES EM PORTUGAL	8
4.1. <i>O processo de normalização em Portugal.....</i>	8
4.2. <i>As primeiras recomendações da CMVM</i>	10
4.3. <i>Regulamento 07/2001 da CMVM</i>	11
4.4. <i>Regulamento 11/2003 da CMVM</i>	12
4.5. <i>Regulamento 10/2005 da CMVM</i>	13
4.6. <i>Regulamento 01/2007 da CMVM</i>	13
4.7. <i>Códigos de Bom governo.....</i>	14
PARTE II – ENQUADRAMENTO TEÓRICO	18
5. ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	18
5.1. <i>Sistemas de Governo das Sociedades</i>	18
5.2. <i>Conselhos de Administração</i>	22
5.2.1 <i>O enquadramento normativo dos Conselhos de Administração em Portugal</i>	24
5.2.2 <i>A problemática da dimensão do Conselho de Administração.....</i>	26
5.2.3 <i>A problemática da composição do Conselho de Administração</i>	26
5.3. <i>Análise teórica dos estudos que incidem na relação entre desempenho e mecanismos de governo das sociedades</i>	29
PARTE III – METODOLOGIA	38
6. METODOLOGIA.....	38
6.1. <i>Objectivo.....</i>	38
6.2. <i>Justificação.....</i>	38
6.3. <i>Hipóteses de pesquisa.....</i>	39
6.4. <i>Definição da população, variáveis e factores.....</i>	40
6.5. <i>Técnicas utilizadas no método de pesquisa</i>	42
6.6. <i>Métodos de análise de dados.....</i>	43
PARTE IV – ESTUDO EMPIRICO.....	47
7. ANÁLISE DESCRITIVA.....	47
7.1. <i>Variáveis do governo das sociedades.....</i>	47
7.1.1. <i>Dimensão do Conselho de Administração</i>	47
7.1.1.1 <i>O Contexto Português</i>	47
7.1.1.2 <i>Contexto Internacional</i>	49
7.1.2. <i>Composição do Conselho de Administração</i>	51
7.1.2.1 <i>O Contexto Português</i>	51
7.1.2.2. <i>O Contexto Internacional</i>	55
7.2. <i>Variáveis do desempenho financeiro</i>	57
7.2.1. <i>Rendibilidade dos Capitais Próprios (Return on Equity)</i>	57
7.2.2. <i>Rendibilidade Operacional do Activos (Return on Assets).....</i>	58
8. ANÁLISE BIVARIADA.....	60
8.1. <i>A relação entre as variáveis do governo das sociedades e o desempenho financeiro.....</i>	60
8.2. <i>A influência do sector de actividade na relação entre as variáveis do governo das sociedades e o desempenho financeiro</i>	65
9. ANÁLISE DE REGRESSÃO LINEAR	79
PARTE V – DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E CONCLUSÃO.....	85

BILIOGRAFIA	92
ANEXOS	99
ANEXO A – LISTA DAS EMPRESAS QUE CONSTITUEM A POPULAÇÃO EM ESTUDO	99
ANEXO B – LISTA DAS EMPRESAS CONSIDERADAS EM CADA SECTOR DE ACTIVIDADE	101
ANEXO C – QUADRO DE RECOLHA DO NÚMERO DE MEMBROS DO C.A.	102
ANEXO D – QUADRO DE RECOLHA DO NÚMERO DE MEMBROS INDEPENDENTES DO C.A.	103
ANEXO E – PESO RELATIVO DOS MEMBROS INDEPENDENTES DO C.A.	104
ANEXO F – RENDIBILIDADE DOS ACTIVOS (ROA) DAS EMPRESAS ANALISADAS ..	105
ANEXO G – RENDIBILIDADE DO CAPITAL PRÓPRIO (ROE) DAS EMPRESAS ANALISADAS	106
APÊNDICES.....	107

Lista de Quadros

QUADRO 1 – INICIATIVA E ÂMBITO DOS CÓDIGOS DE BOAS PRÁTICAS	15
QUADRO 2 – AS CRISES FINANCEIRAS E A ELABORAÇÃO DE NORMATIVOS.....	16
QUADRO 3 – RESULTADOS OBTIDOS NOS ESTUDOS ACERCA DA RELAÇÃO ENTRE A COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A RENDIBILIDADE DAS EMPRESAS	36
QUADRO 4 – RESULTADOS OBTIDOS NOS ESTUDOS ACERCA DA RELAÇÃO ENTRE A DIMENSÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E A RENDIBILIDADE DAS EMPRESAS	36
QUADRO 5 – DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DO GOVERNO DAS SOCIEDADES	41
QUADRO 6 – UTILIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES	41
QUADRO 7 – DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE DESEMPENHO FINANCEIRO	42
QUADRO 8 – UTILIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS DE DESEMPENHO FINANCEIRO	42
QUADRO 9 – TÉCNICA ESTATÍSTICA UTILIZADA POR DIVERSOS AUTORES	44
QUADRO 10 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS RELATIVAS À DIMENSÃO DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO EM PORTUGAL.....	48
QUADRO 11 –DIMENSÃO MÉDIA DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO EM 1996 E 2006..	50
QUADRO 12 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS RELATIVAS AO NÚMERO DE MEMBROS INDEPENDENTES NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO EM PORTUGAL	52
QUADRO 13 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS RELATIVAS AO PESO RELATIVO DOS MEMBROS INDEPENDENTES NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO EM PORTUGAL	53
QUADRO 14 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS RELATIVAS À RENDIBILIDADE DO CAPITAL PRÓPRIO (ROE), PARA OS ANOS 2003 A 2007.....	57
QUADRO 15 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS RELATIVAS À RENDIBILIDADE DO ACTIVO (ROA), PARA OS ANOS 2003 A 2007	59
QUADRO 16 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS AO ANO DE 2003	61
QUADRO 17 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS AO ANO DE 2004	62
QUADRO 18 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS AO ANO DE 2005	63
QUADRO 19 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS AO ANO DE 2006	63
QUADRO 20 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS AO ANO DE 2007	64
QUADRO 21 – QUADRO RESUMO DOS RESULTADOS OBTIDOS NOS DIVERSOS ANOS	65
QUADRO 22 – SECTORES DE ACTIVIDADE UTILIZADOS	65
QUADRO 23 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS ANUAIS POR SECTOR DE ACTIVIDADE.....	66
QUADRO 24 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 169	
QUADRO 25 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 269	
QUADRO 26 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 370	
QUADRO 27 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 170	
QUADRO 28 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 271	
QUADRO 29 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 371	
QUADRO 30 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 172	
QUADRO 31 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 272	
QUADRO 32 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 373	
QUADRO 33 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 174	
QUADRO 34 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 274	
QUADRO 35 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 375	
QUADRO 36 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 176	
QUADRO 37 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 276	
QUADRO 38 – COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO RELATIVOS ÀS EMPRESAS DO SECTOR 377	
QUADRO 39 – QUADRO RESUMO DOS RESULTADOS DA ANÁLISE MULTIVARIADA	80
QUADRO 40 – QUADROS RESUMO DOS RESULTADOS DA ANÁLISE MULTIVARIADA.....	82

Lista de Gráficos

GRÁFICO 1 – ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS EMPRESAS EUROPEIAS	19
GRÁFICO 2 – EMPRESAS QUE OPTARAM PELA CRIAÇÃO DE COMITÉS (%)	21
GRÁFICO 3 – Nº MÉDIO DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	48
GRÁFICO 4 – EVOLUÇÃO DO Nº DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	49
GRÁFICO 5 – Nº MÉDIO DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO EM 1996 E 2006	50
GRÁFICO 6 - Nº MÉDIO DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO EM 2006	51
GRÁFICO 7 - Nº MÉDIO DE MEMBROS INDEPENDENTES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	52
GRÁFICO 8 – EVOLUÇÃO DO Nº DE MEMBROS INDEPENDENTES DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	53
GRÁFICO 9 – PESO RELATIVO DOS MEMBROS INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	54
GRÁFICO 10 – EVOLUÇÃO DO PESO RELATIVO DOS MEMBROS INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	54
GRÁFICO 11 – EVOLUÇÃO DO COMPORTAMENTO DAS VARIÁVEIS	55
GRÁFICO 12 – PESO RELATIVO DOS MEMBROS INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO EM 1996 E 2006	56
GRÁFICO 13 – PESO RELATIVO DOS MEMBROS INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	56
GRÁFICO 14 – RENDIBILIDADE DOS CAPITAIS PRÓPRIOS	58
GRÁFICO 15 – RENDIBILIDADE DOS ACTIVOS	59
GRÁFICO 16 – DIMENSÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO POR SECTOR DE ACTIVIDADE	67
GRÁFICO 17 – Nº DOS MEMBROS INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO POR SECTOR DE ACTIVIDADE	68
GRÁFICO 18 – PESO RELATIVO DOS MEMBROS INDEPENDENTES NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO POR SECTOR DE ACTIVIDADE	68

Lista de Abreviaturas

CA	Conselho de Administração
CE	Comissão Europeia
CEO	Chief Executive Officer
CMVM	Comissão de Mercados e Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
IAS	International Accounting Standard
IFRS	International Financial Reporting Standards
IOSCO	International Organization of Securities Comissions
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
ONU	Organização das Nações Unidas
PSI	Portuguese Stock Index
ROA	Rendibilidade do activo
ROE	Rendibilidade do capital próprio
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences

1. Introdução

“...aperfeiçoar as estruturas de governo das sociedades cotadas portuguesas alinhando-as com as boas práticas internacionais, de forma a renovar a confiança dos investidores no mercado de capitais português e nos modelos de governo societário neste existentes...”

CMVM (2003)

O fenómeno de globalização e de integração dos mercados, e a sensibilidade dos agentes de mercado face à transparência e à eficácia dos mecanismos de fiscalização, relançou a problemática do governo das sociedades e colocou-a na agenda das preocupações mais prementes.

A necessidade de garantir e proteger os interesses dos investidores foi acentuada, em virtude da ocorrência de um conjunto de escândalos financeiros que abalaram um dos factores essenciais no funcionamento dos mercados, a confiança.

A preocupação com a temática do governo das sociedades e com a reposição de um clima de confiança, baseado na transparência, foi debatido no seio de diversas organizações de índole internacional e internalizado na esfera nacional, com intuito de encontrar um conjunto de regras e mecanismos eficazes na garantia de um bom governo das sociedades.

Os estudos acerca do governo das sociedades, partem da perspectiva de que os executivos, ainda que sejam contratados num contexto de maximização da riqueza dos accionistas, podem por vezes acabar por tomar as suas decisões em função de interesses pessoais, advindo deste facto a necessidade e importância de integração de elementos independentes no seio do órgão de gestão.

Na presente dissertação pretende-se efectuar uma análise da relação entre um dos mecanismos internos existentes, os conselhos de administração, e o desempenho financeiro das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisboa, no período entre 2003 e 2007.

A validação da relação acima referida conduziu à formulação de uma hipótese base, que assenta na existência de uma relação positiva entre a qualidade do governo das sociedades e a rendibilidade das empresas.

Esta hipótese surge com o intuito de verificar se os mecanismos de governo das sociedades, neste caso o conselho de administração, apenas contribuem para a garantia da transparência ou se contribuem também, e de forma positiva, na formação da rendibilidade das empresas.

A dissertação encontra-se dividida em cinco partes, procurando a primeira contextualizar o problema em estudo, referindo-se à evolução do conceito de governo das sociedades bem como ao enquadramento legal desta matéria. A abordagem utilizada foca não só o contexto nacional como o compara com o panorama internacional.

Na segunda parte é efectuada a revisão de um conjunto de estudos conduzidos por diversos autores que se debruçaram sobre a problemática dos conselhos de administração, enquanto mecanismos internos de protecção dos direitos dos accionistas minoritários e qual a sua relação com a rendibilidade das empresas. A análise efectuada aos referidos estudos pretende enquadrar, comparar e suportar os resultados obtidos no presente estudo.

Após a contextualização do tema analisado e a revisão dos trabalhos desenvolvidos por diversos autores, é apresentada uma terceira parte respeitante à metodologia utilizada no presente estudo.

A quarta parte centra-se na apresentação do estudo empírico, sendo que este, conforme referido anteriormente, aborda os conselhos de administração relativamente à composição e dimensão e sua relação com duas medidas de desempenho financeiro de natureza contabilística, a rendibilidade dos activos e a rendibilidade dos capitais próprios.

O trabalho termina com a quinta parte, que integra um conjunto de conclusões decorrentes do estudo empírico, diversas limitações inerentes ao referido estudo e a apresentação de um conjunto de perspectiva futuras para possíveis desenvolvimentos do trabalho.

PARTE I – CONTEXTUALIZAÇÃO

A expressão *corporate governance* foi segundo Ferreira (2009) usada pela primeira vez por Richard Eells em 1960 no seu trabalho intitulado “*The meaning of Modern Business. An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*”, no entanto alguns autores remetem para Barle e Means, no decurso dos anos trinta, como sendo os pioneiros na abordagem da problemática do governo das sociedades, nomeadamente a tendência existente para uma crescente separação entre a propriedade e a gestão das empresas focada no livro intitulado “*The Modern Corporation and Private Property*”.

2. Conceito de *Corporate Governance*

A expressão *corporate governance* enquanto acepção anglo-saxónica procurou ser definida e explicitada quer por diversos organismos, quer por diversos autores tanto nacionais como internacionais. No entanto a definição deste termo varia de país para país, reflectindo diferentes enquadramentos legais, económicos e culturais.

A definição adoptada na Alemanha (*German Code of Corporate Governance*), refere-se ao governo das sociedades como sendo “o enquadramento legal e factual a utilizar na gestão e supervisão das empresas”. A definição utilizada na Holanda (Relatório *Peters*) dá ênfase “à gestão e adequada supervisão e a divisão de obrigações, responsabilidades e poderes que permitam a equidade de tratamento de todos os *stakeholders*”. Se atentarmos na definição Italiana (Relatório *Preda*) esta denota uma preocupação com “as normas, tradições e padrões de comportamento desenvolvidos por cada sistema económico e legal”.

Muitos outros autores e organismos procuraram definir o termo *corporate governance*, podendo ser encontradas diversas definições deste conceito, no entanto são genericamente referidas duas ideias basilares: controlo e supervisão. Não é alheio a este facto que uma das definições mais utilizadas seja a apresentada por Sir Adrian Cadbury, no Relatório Cadbury, e mais tarde incluída no *Combined Code* (Reino Unido) e que se refere a *corporate governance* como sendo “o sistema pelo qual as empresas são geridas e controladas”. Outra definição utilizada por diversos autores é da autoria de Shleifer and Vishny (1997) e assume que o *corporate governance* “lida com o modo como os investidores asseguram o retorno do seu investimento”.

A preocupação com a temática do governo das sociedades e com a definição do conceito ultrapassou as barreiras nacionais e foi assumida por diversos organismos internacionais, como sejam os exemplos da União Europeia (UE) e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE). A União Europeia através do Plano de Acção da Comissão Europeia aproxima-se da definição de Sir Adrian Cadbury e refere-se ao *corporate governance* como sendo “o sistema pelo qual as empresas são administradas e controladas”, a OCDE ao elaborar o documento intitulado Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, define-o como “o conjunto das relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes, estabelecendo igualmente a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para os alcançar”.

Em Portugal foram apresentadas diversas definições para a terminologia *corporate governance*, das quais se destacam a apresentada pela Comissão de Mercados e Valores Mobiliários (CMVM, 2003), que encara o conceito como “o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado”. O Livro Branco sobre o *Corporate Governance* em Portugal (2006), define *corporate governance* como sendo “o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objectivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente actividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência”. Como é possível verificar também estas definições apresentadas reflectem a preocupação com a problemática de controlo e supervisão.

Além das definições já referenciadas, o apêndice 2 apresenta um conjunto de outras originárias de diversas entidades e personalidades.

3. Evolução do *Corporate Governance* no Contexto Internacional

Conforme referido anteriormente, a discussão sobre o governo das sociedades é frequentemente apontada como tendo na sua génese um trabalho de Berle e Means (1932). Este trabalho surge na sequência da crise de 1929 e constitui uma das referências para legislação norte-americana aprovada no pós-crise, motivo pelo qual

documentos como o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934, têm vertido em si algumas das questões abordadas por Berle e Means no referido trabalho.

A temática do governo das sociedades começou a merecer uma abordagem mais cuidada por parte da *Securities Exchange Commission* (SEC) a partir dos anos setenta, com a elaboração do documento “*Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*”, sob a égide do *American Law Institute*, que viria a ser publicado cerca de vinte anos mais tarde. Evidenciar também a importância do fundo de pensões dos funcionários públicos da Califórnia, *Calpers (California Public Employees Retirement System)*, como grande propulsor do governo das sociedades no EUA.

No seguimento dos desenvolvimentos efectuados nos EUA, a problemática do governo das sociedades foi introduzida na agenda das preocupações europeias pelo Reino Unido, quando em Julho de 1992 a *London Stock Exchange* publicou um relatório do comité *Cadbury* intitulado *The Financial Aspects of Corporate Governance*, novamente em resposta a escândalos financeiros em empresas como a Maxwell, BCCI e Mirror Group entre outras. Na sequência do trabalho do comité *Cadbury*, outros comités nomeadamente o Comité *Greenbury* e o Comité *Hampel* completaram o trabalho anteriormente realizado, dando origem em 1998 ao *Combined Code*. Estava dado o mote para que diversos países da Europa elaborassem os seus códigos de boas práticas no sentido de garantir um eficaz governo das sociedades e assegurar a protecção dos interesses dos *stakeholders*.

Em 1998 foi a OCDE, que através da criação de um grupo de trabalho com a missão de acompanhar a evolução desta temática nos diversos países, lançou a base para a criação de um documento intitulado “Princípios sobre o Governo das Sociedades” publicado em 1999 e revisto em 2004. Este documento promove um conjunto de indicações dirigidas aos estados no sentido de serem introduzidas alterações relativas aos diversos sujeitos envolvidos nas sociedades cotadas.

Motivado pelo fenómeno de globalização e de integração dos mercados, associado a um aumento da preocupação dos investidores relativamente à eficácia dos mecanismos de fiscalização dos órgãos de gestão, a problemática do bom governo das sociedades tem ganho importância, tendo sido desenvolvidas um conjunto de iniciativas no sentido de regular as práticas de bom governo das sociedades.

Os escândalos financeiros já referidos verificados com a Enron em 2001, a WorldCom, Vivendi e Universal em 2002, a Ahold e a Parmalat em 2003 entre outros, e consequente mediatização destes casos, o seu impacto na economia mundial e no sistema financeiro internacional puseram a nu algumas das debilidades dos mecanismos de governo das sociedades e fomentaram uma evolução mais acelerada do processo de criação de orientações para o bom governo das sociedades.

O impacto negativo destes escândalos financeiros, abalou fortemente o clima de confiança e transparência necessário ao bom funcionamento dos mercados. Assim as normas criadas no sentido garantir o bom governo das sociedades foram introduzidas com um carácter voluntário. A filosofia de base assentava no pressuposto de que as empresas as adoptariam e divulgariam livremente, ou caso não o fizessem explicassem a causa para a não aplicação destas normas, introduzindo-se assim o princípio “*comply or explain*”.

Historicamente as intervenções relativas à temática do governo das sociedades foram efectuadas após situações de crise e com o intuito de repor a segurança, confiança e estabilidades dos mercados de capitais. Conforme referido anteriormente e comprovando esta tendência o Relatório *Cadbury* (1992) foi apresentado na sequência dos escândalos com as sociedades britânicas (Maxwell, BCCI e, Mirror Group), os Princípios da OCDE foram uma resposta à crise dos mercados asiáticos em 1997/1998, a Lei *Sarbanes-Oxley* e respectivo desenvolvimento regulamentar pela SEC após os escândalos financeiros que assolaram empresas com a Enron e a Worldcom.

No espaço europeu foram sendo publicados diversos documentos que se debruçam sobre as práticas de governo das sociedades, de entre estes são de salientar as Directivas 2004/25/CE e 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril de 2004 e 11 de Julho de 2007 respectivamente, o Relatório Winter e a comunicação da Comissão Europeia “Modernizar o Direito das Sociedades e Reforçar o Governo das Sociedades na União Europeia” datada de 2003.

Também a *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*, na sequência da instabilidade dos mercados após os casos acima referidos, publicou um documento intitulado “*Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring Auditor Independence e Principles for Auditor Oversight.*”,

procurando promover a monitorização e incremento da fiabilidade da informação financeira prestada.

Em comum todas as intervenções legislativas, reflexões e outros documentos orientadores publicados, surgem no sentido de restabelecer e garantir a estabilidade dos mercados, restabelecer a confiança dos agentes de mercado e em última análise repôr o equilíbrio global dos mercados financeiros.

3.1. Os princípios da OCDE

Conforme referido anteriormente, foi em resposta à crise asiática que em 1998 a OCDE constituiu a chamada *Ah-Hoc Task Force on Corporate Governance*, com intuito de criar um conjunto de princípios que promovessem o bom governo das sociedades. Foi apresentado em 1999 o documento intitulado “*Principles of Corporate Governance*”, este documento visava enumerar um conjunto de boas práticas existentes nos países membros da OCDE, não se revestindo de um carácter prescritivo.

O documento apresentava cinco princípios essenciais a um bom governo das sociedades sendo estes: os direitos dos accionistas, o tratamento equitativo dos accionistas, o papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades, a divulgação da informação e transparência e as responsabilidades do órgão de administração.

Estes princípios tiveram uma aceitação quase generalizada a nível internacional e tornaram-se num documento base nos desenvolvimentos posteriores em matéria do governo das sociedades.

No ano de 2004, o documento da OCDE foi revisto, dando origem a um outro documento com a mesma denominação. O novo documento reflectia as experiências colhidas pelos estados membros da OCDE, em matéria do governo das sociedades, desde a publicação da primeira versão do documento em 1999. Outro aspecto muito importante na concepção deste novo documento assenta no facto deste ter sido elaborado após uma série de colapsos financeiros de grandes empresas, na sequência de fraudes de índole contabilística.

Este último conjunto de acontecimentos evidenciou a necessidade de garantir a protecção de um conjunto mais vasto de entidades muito além dos accionistas. O impacto destes acontecimentos introduziu a problemática da existência de um sistema

económica cada vez mais global na definição dos princípios do bom governo das sociedades. Decorre deste aspecto a introdução de um novo princípio do governo das sociedades, segundo o qual existe a necessidade de assegurar a base para um enquadramento eficaz do governo das sociedades.

4. Evolução do Governo das Sociedades em Portugal

A evolução do enquadramento português em matéria do governo das sociedades tem seguido a tendência verificada a nível internacional pautando-se por uma constante evolução do quadro normativo e regulatório vigente.

4.1. O processo de normalização em Portugal

Os principais diplomas relacionados com o enquadramento do governo societário são: o código das sociedades comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de Novembro, e o Código de Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de Novembro e republicado pelo Decreto-Lei n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro, sendo posteriormente introduzidas alterações pelos Decretos-Lei n.º 61/2002, de 20 de Março, n.º 38/2003, de 8 de Março, n.º 107/2003, de 4 de Junho, n.º 183/2003, de 19 de Agosto, n.º 66/2004, de 24 de Março, n.º 52/2006, de 15 de Março, n.º 219/2006, de 2 de Novembro, n.º 357-A/2007, de 31 de Outubro e n.º 211-A/2008, de 3 de Novembro, pela Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho e pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto.

O Código das Sociedades Comerciais, publicado em 1986 tem sofrido diversas alterações desde a data da sua publicação, e na secção respeitante às sociedades anónimas para além de um conjunto de regras e princípios relativos à composição e competências dos órgãos de administração, aos direitos dos accionistas e à fiscalização das sociedades.

Em respeito à estrutura a adoptar relativamente aos órgãos de administração e de fiscalização o código prevê a adopção de um de dois modelos distintos: o sistema monista e o sistema dualista. Acerca dos sistemas passíveis de ser adoptados pelas sociedades abertas, estes serão alvo de uma abordagem mais abrangente e profunda nos pontos seguintes deste trabalho.

Paralelamente ao direito societário, a CMVM tem vindo a intervir na área do direito dos valores mobiliários, culminando essa intervenção com a elaboração do intitulado Código dos Valores Mobiliários em vigor desde Março de 2000, no entanto no decurso do ano de 1999 a CMVM em Outubro de 1999 emitiu um conjunto de recomendações relacionadas com regras a obedecer no exercício de direcção das entidades admitidas à negociação nos mercados bolsistas nacionais.

As recomendações não pretendem impor um modelo de governo das sociedades, mas sim garantir que este seja exercido de um modo eficaz (Alves e Mendes, 2001). Este espírito provem do preâmbulo das orientações da OCDE, onde se expressa que não existe um só modelo de bom governo das sociedades, advindo deste facto a referencia na introdução ao documento que contem as recomendações da CMVM, que este “não procura impor modelos rígidos e uniformes. O seu objectivo é antes o de procurar contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na actividade societária - investidores, credores e trabalhadores.”

Em 2001, a CMVM acentua a importância das boas práticas do governo das sociedades, ao introduzir a metodologia *comply or explain*, que se consubstancia na obrigatoriedade da entidade divulgar em que medida adopta as recomendações do órgão regulador, ou caso não as adopte explicar os motivos da não aplicação. O regulamento 7/2001 transformou algumas das recomendações do documento de 1999 em deveres, o que originou uma reformulação das recomendações e consequente publicação do documento “Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas” no final de 2001.

Em 2003, a entidade reguladora procedeu a nova revisão das suas recomendações procurando actualiza-las e enquadra-las nas preocupações internacionais vigentes à época em matéria de boas práticas de governo das sociedades, incorporando aspectos da recomendação da Comissão Europeia de 16 de Maio de 2002, sobre a independência dos auditores e sobre a comunicação da Comissão Europeia de 21 de Maio de 2003 sobre o Plano de Acção de Direito das Sociedades. Na revisão efectuada foi também abrangido o regulamento 7/2001, dando origem um novo documento – o regulamento 11/2003.

Importantes desenvolvimentos no contexto internacional conduziram a uma nova revisão das recomendações e dos regulamentos da CMVM em matéria de governo

societário. A Recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE, de 15 de Fevereiro de 2005, sobre o Papel dos Administradores Não Executivos e a Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE, de 14 de Dezembro de 2004, sobre a Remuneração dos Administradores, são “*indicações comunitárias que, pese embora o seu carácter não vinculativo, foram aprovadas no âmbito do Plano de Acção da Comissão Europeia sobre o Direito das Sociedades*” segundo a CMVM.

A revisão dos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, aprovada em 2004 e a adopção através do Regulamento da Comissão Europeia n.º 1725/2003, de 21 de Setembro, com a redacção dada pelo Regulamento da Comissão Europeia n.º 2238/2004, de 29 de Dezembro, da IAS 34 sobre o Relato Financeiro Intercalar, são outros desenvolvimentos no contexto internacional que mereceram a atenção da entidade reguladora em Portugal.

4.2. As primeiras recomendações da CMVM

O primeiro conjunto de recomendações pretendia introduzir na esfera nacional as preocupações debatidas a nível internacional, sobre o governo das sociedades, alinhando o enquadramento legal português com o existente a nível externo. A principal preocupação assentava no facto de garantir a transparência das práticas de governação das sociedades cotadas. A importância da informação e a introdução de novos veículos de divulgação desta, foram também uma preocupação da entidade reguladora.

Ao garantir o cumprimento das suas recomendações, a CMVM pretendia garantir um denominador mínimo sobre esta matéria e simultaneamente introduzir esta problemática na esfera do tecido empresarial português. Estas recomendações pretendiam segundo o documento publicado “*à semelhança da prática seguida em outros mercados, recomenda-se que as sociedades com acções cotadas e os investidores institucionais incluam uma menção no seu relatório anual de gestão relativa à adopção ou grau de adopção das presentes recomendações com a respectiva fundamentação*”.

As recomendações foram divididas em cinco grupos referentes a cinco questões tidas como essenciais: a divulgação da informação, o exercício do direito de voto e representação de accionistas, as regras societárias, a estrutura e funcionamento do órgão de administração, e os investidores institucionais.

4.3. Regulamento 07/2001 da CMVM

As recomendações publicadas em 1999 sofreram uma profunda revisão com a criação e introdução do Regulamento nº 07/2001. Muitas das recomendações emitidas em 1999 deixam de figurar no texto do documento publicado em 2001 e passam a ser introduzidas, no referido regulamento, enquanto deveres das entidades cotadas.

Das recomendações constantes no grupo relativo à divulgação da informação apenas duas são transpostas para o novo conjunto: a referente à utilização das novas tecnologias de informação e a referente à existência de um gabinete de apoio ao investidor.

As recomendações respeitantes ao grupo direito de votos e investidores institucionais não sofreram qualquer alteração neste novo enquadramento, enquanto ao grupo relacionado com as regras societárias foi acrescentada uma nova recomendação acerca da criação de um sistema de controlo interno que salvaguarde o património da sociedade e a transparência do seu governo societário.

Relativamente ao grupo estrutura e funcionamento do órgão de administração foram introduzidas duas novas recomendações, uma relacionada com a introdução de uma componente variável na remuneração dos membros do órgão de administração e outra com a aprovação dos planos de acções e/ou opções a atribuir a colaboradores.

Estas alterações às recomendações, assim como a criação do regulamento nº7/2001 surgem no seguimento *“da apreciação feita pelo mercado em relação ao seu acolhimento.”*, sendo segundo a CMVM *“o próprio mercado que constitui o principal avaliador da bondade das opções ligadas à direcção e ao controlo que são adoptadas pelas sociedades cotadas e pelos investidores institucionais”*.

O regulamento nº 07/2001 surge após dois anos de aplicação prática das Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas aprovadas pela CMVM e *“obriga as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado à divulgação anual de informação sobre diversos aspectos ligados ao governo societário”* introduzindo também a filosofia *comply or explain*.

A criação do regulamento prendeu-se com o facto de não obstante existir uma receptividade crescente na aplicação das recomendações, esta não ser total. Com o intuito de combater a assimetria na divulgação da informação e por vezes a insuficiência

da mesma, a CMVM decide transformar algumas recomendações em imposições e introduzi-las no presente regulamento enquanto deveres.

Esta revisão não só se enquadra na perspectiva de revisão periódica das recomendações e regulamentos definida pela CMVM, como pretende aumentar a transparência das sociedades admitidas à negociação no mercado regulamentado, introduzindo referências à problemática das ofertas públicas de aquisição e o risco operacional das entidades.

4.4. Regulamento 11/2003 da CMVM

Inserido na política de revisão constante referida, o conjunto de recomendações tal como o regulamento vigente foram alvo de uma revisão, em Maio de 2003, com o objectivo de *“aperfeiçoar as estruturas de governo das sociedades cotadas portuguesas, alinhando-as com as boas práticas internacionais, de forma a renovar a confiança dos investidores no mercado de capitais português e nos modelos de governo societário neste existente”*.

Na prossecução do referido objectivo foi clarificado o conceito de “administrador independente”, procurando assim fomentar uma composição equilibrada do órgão de administração e simultaneamente definir de forma clara os critérios para tal qualidade ser adquirida.

No grupo relacionado com a divulgação da informação, foi retirada a recomendação relativa à utilização de novas tecnologias em virtude desta ser prática corrente na vida societária. O grupo referente exercício de voto e representação de accionistas passou a ter somente um recomendação relacionada com a não restrição do exercício de voto. Ao grupo relativo às regras societárias foi retirada uma das recomendações constantes nos documentos anterior, enquanto ao grupo relativo aos investidores institucionais não foi introduzida qualquer alteração decorrente da revisão efectuada.

Nas recomendações referentes ao órgão de administração foi introduzida uma relativa à necessidade de existência de membros independentes na comissão de remunerações, sendo simultaneamente suprimida uma outra relativa à composição da comissão executiva.

A supressão de algumas das recomendações advém do facto de estas terem sido introduzidas no regulamento nº 11/2003, passando assim de meras recomendações a deveres de informação das sociedades cotadas em matéria de governo das sociedades.

4.5. Regulamento 10/2005 da CMVM

Novamente inserida na filosofia introduzida pela entidade reguladora, segundo a qual *“as regras sobre governo das sociedades devem ser mantidas sob constante reavaliação na medida em que novos problemas, numa realidade muito dinâmica por natureza, têm suscitado novas reflexões, testando a adequação das soluções normativas vigentes”*, foi efectuada uma revisão do enquadramento regulatório sobre esta matéria.

Esta revisão assentou em três objectivos centrais: reforçar o sistema de fiscalização no seio das sociedades, aumentar a transparência e simultaneamente adaptar a informação intercalar ao novo referencial IAS/IFRS.

A definição de um conceito de independência mais exigente, o reforço da transparência em áreas como a remuneração dos administradores, política de comunicação de irregularidades e qualificações dos administradores, foram os meios encontrados para atingir os objectivos propostos. Assim a sua introdução no Regulamento nº 10/2005 procura também aumentar o grau de exigência relativamente às obrigações declarativas das sociedades em matéria de governo das sociedades.

4.6. Regulamento 01/2007 da CMVM

À semelhança dos anteriores regulamentos da CMVM, o regulamento 01/2007, procura acompanhar o quadro jurídico evolutivo quer a nível internacional quer nacional, nomeadamente as alterações introduzidas ao Código das Sociedades Comerciais pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março.

Quanto às modificações introduzidas, destacam-se as alterações na estrutura do relatório sobre a estrutura e a prática do governo da sociedade, a divulgar por sociedades, de modo a alinhar o teor do referido relatório com a nova sistematização das recomendações, agora vertidas no “Código sobre o Governo das Sociedades da CMVM”.

Numa perspectiva retrospectiva acerca da evolução dos regulamentos emitidos pela CMVM, podemos verificar que regulamento da CMVM n.º 7/2001 promoveu parte das “Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades” publicadas em 1999, a deveres de informação e impôs, o dever de divulgar o grau de acolhimento das referidas recomendações, com base num modelo de “comply or explain” como foi anteriormente referido.

Na sequência do regulamento referido e inserido na política de revisão bienal das “Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades”, o Regulamento da CMVM n.º 7/2001 sofreu sucessivas modificações pelos Regulamentos da CMVM n.ºs 11/2003, 10/2005 e 3/2006, no sentido de adequar o enquadramento regulamentar e recomendatório nacional, às sucessivas alterações introduzidas nos contextos nacional e internacional.

A publicação de documentos como as recomendações da comissão europeia sobre independência dos auditores, o plano de acção da Comissão Europeia sobre direito das sociedades, a recomendação da comissão europeia sobre o papel dos administradores não-executivos, a recomendação da comissão europeia sobre a remuneração dos administradores, a revisão dos princípios da OCDE sobre o governo das sociedades e a já referida alteração ao código das sociedades comerciais, são alguns dos exemplos acerca dos factos que ditaram algumas das alterações introduzidas.

Em todo o processo evolutivo ao nível dos regulamentos da CMVM, foram introduzidas ainda diversas alterações referentes aos deveres de informação a prestar pelas sociedades cotadas. Neste plano assume destaque os regulamentos n.º 4/2004; 3/2006; 5/2006 e 5/2008, que introduzem alteração aos já referidos regulamentos da CMVM n.º 7/2001, 11/2003 e 10/2005.

4.7. Códigos de Bom governo

Os códigos de boas práticas no governo das sociedades tiveram a sua génese nos EUA, tendo, segundo Camara (2002), sido introduzidos na Europa através do Reino Unido. O surgimento neste país, em 1992, do código Cadbury foi o mote para uma implementação crescente desta tipologia de normas de natureza ética e deontológica de carácter recomendatório, complementares dos códigos emanados por outras fontes legislativas.

Assim, Camara (2002) define os códigos de boas práticas como sendo “os conjuntos sistematizados de normas de natureza recomendatória respeitantes ao bom governo das sociedades” e segundo Matos e Coelho (2003), visam encorajar as empresas a divulgarem um maior volume de informação acerca princípios éticos e de transparência dos negócios e da gestão, procurando deste modo proteger os interesses dos detentores de capital.

A não existência de um modelo tipo para estes códigos deriva da necessidade destes em contemplarem as especificidades e necessidades de cada país

Quanto aos emissores dos códigos, diversos autores procuraram criar tipologias de classificação. Jenkins (2001), escolheu cinco tipologias para classificar a emissão dos códigos: códigos de empresa, códigos sectoriais, códigos pluralistas, códigos modelo e códigos intergovernamentais. Outra tipologia apresentada é da autoria de Aguilera e Cuervo (2004) que classificam os códigos quanto aos seus emissores em: bolsas de valores, organizações governamentais, associações de gestores, associações de administradores, associações de investidores e associações de profissionais. As tipologias de classificação apresentadas por Camara (2002), assentam na criação de duas dimensões: quanto à iniciativa de aprovação dos códigos publica e privada e quanto ao seu âmbito de aplicação em internacionais, nacionais sectoriais e por empresa. Rodrigues (2008) procurou sistematizar esta classificação no quadro que se segue:

Quadro 1 – Iniciativa e âmbito dos códigos de boas práticas

Iniciativa	Âmbito	Exemplos
Pública	Internacional	<i>Principles of Corporate Governance</i> (OCDE, 1999, 2004)
	Nacional	Recomendações da CMVM (1999)
Privada	Internacionais	<i>Principles of Best Business Practice for the Commonwealth</i> (1999)
	Nacionais	<i>Corporate Governance – Recommendations</i> (Belgica, 1998)
	Sectoriais	Código Deontológico (Associação Portuguesa de Fundos de Investimento, Pensões e Patrimónios)
	Empresas	General Motors (1995)

Fonte: Rodrigues (2008)

Independentemente da sua proveniência as principais intervenções na procura de tipificar as boas práticas de governo das sociedades, sejam elas intervenções legislativas, reflexões e outros documentos orientadores publicados, surgem após

situações que abalaram o equilíbrio financeiro internacional e com intuito de restabelecer e garantir a estabilidade dos mercados e o equilíbrio global.

O quadro 2 procura referenciar alguns dos principais documentos e os momentos considerados mais relevantes, nas últimas décadas, na evolução do governo das sociedades, localizando temporalmente os principais abalos financeiros vividos e qual a resposta dada em termos legislativos pelas diversas organizações a nível mundial.

Quadro 2 – As crises financeiras e a elaboração de normativos

Ano	Documento	Proveniência
BCCI e Mirror Group		
1992	Relatório Cadbury	Reino Unido
1994	Relatório Rutteman e Relatório Greenbury	Reino Unido
1995	Relatório Vienot I	França
Crise Asiática		
Código Olivença		Espanha
1998	Relatório Hampel e Combined Code	Reino Unido
	Acordo Basileia II	Países do G10
1999	Princípios do governo das sociedades	OCDE
	Relatório Vienot II	França
	Código Predda	Itália
	Código de Valores Mobiliários	Portugal
	Recomendações da CMVM	Portugal
Enron, WorldCom, Vivendi e Universal		
2001	Recomendações da CMVM (revisão)	Portugal
2002	Relatório Winter	UE
	Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring Auditor Independence e Principles for Auditor Oversight	IOSCO
	Código Cromme	Alemanha
	Sarbanes-Oxley (SOX)	EUA
Ahold e Parmalat		
2003	Código Aldana	Espanha
	Relatório Higgs e Relatório Smith	Reino Unido
	Recomendações da CMVM (revisão)	Portugal
2005	Adopção das IAS/IFRS	UE
	Recomendações da CMVM (revisão)	Portugal
2006	Lei Comercial (JSOX)	Japão

Fonte: Silva et al (2006) e Tarantino (2008). Adaptado

Como é possível verificar foi de facto em resposta a situações de adversidade, instabilidade e abalo da confiança dos agentes de mercado que surgiram os documentos tidos como basilares no contexto do governo das sociedades, ou seja, as diferentes organizações encararam estes documentos como passíveis de contribuir para a resolução das questões então levantadas pelos problemas vividos. O apêndice 1 apresenta uma abordagem mais profunda acerca da evolução do governo das sociedades ao longo do tempo.

PARTE II – ENQUADRAMENTO TEÓRICO

A problemática da relação entre o governo das sociedades e a performance financeira das instituições tem servido de base para diversos estudos, sem que no entanto exista um conjunto de conclusões consensuais.

5. Enquadramento teórico

Segundo Hermalin e Weisbach (2003), o economista Adam Smith (1776) aparenta ter sido o primeiro a referir-se aos conflitos entre accionistas e gestores, ao referir que “Os directores das empresas, ao serem os gestores do dinheiro de outras pessoas, que não o seu, é expectável que não tenham o mesmo olhar vigilante...”, volvidos mais de cento e cinquenta anos Bearle e Means (1932) analisaram a composição do capital das maiores duzentas sociedades anónimas americanas cotadas e evidenciaram a existência de uma gestão desfavorável aos interesses accionistas. Tais factos, segundo os autores, advinham da separação existente entre a propriedade e a gestão das empresas. Este conflito é ainda hoje sentido, assolando diversas organizações.

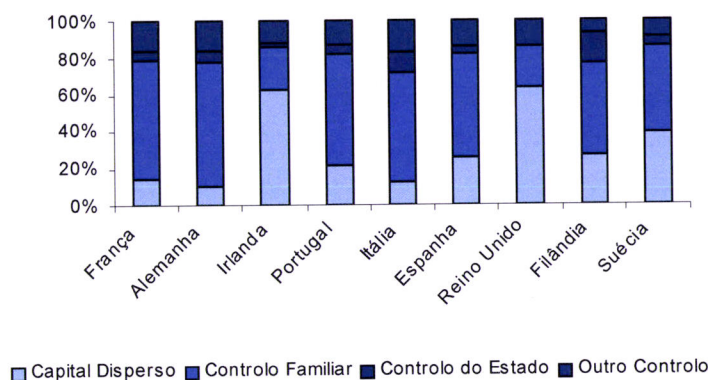
Uma organização tem por objectivo rentabilizar o conjunto de recursos postos à sua disposição para obter um determinado conjunto de resultado. Assim, e segundo Drucker (1999) a organização é adequada a determinados fins, tendo em atenção o meio envolvente, no sentido de garantir que as organizações desempenham o seu papel societário é necessário travar os conflitos entre os diversos agentes.

A tentativa de por fim a estes problemas tem sido uma constante, quer através da implementação de sistemas regulatórios que limitem a liberdade de actuação dos gestores, quer através da introdução de mecanismos internos e externos de controlo destes agentes.

5.1. Sistemas de Governo das Sociedades

Características como a estrutura de propriedade das empresas ou o grau de importância do mercado de capitais são alguns dos factores que diferenciam os sistemas referidos. Um estudo apresentado por Faccio e Lang (2002), desenvolvido tendo por base empresas de treze países, permite evidenciar uma das principais diferenças que condiciona os sistemas de governo das sociedades, a estrutura de propriedade.

Gráfico 1 – Estrutura de Propriedade das Empresas Europeias



Fonte: Faccio e Lang (2002)

Como o gráfico anterior permite identificar as empresas dos países anglo-saxónicos apresentam uma maior dispersão do capital das empresas, estando o capital repartido por um elevado número de pequenos accionistas. Inversamente, as empresas dos países da Europa continental apresentam uma menor dispersão do capital, estando este sob a égide de um controlo familiar e de instituições financeiras, ou seja, com um nível de dispersão substancialmente menor.

As diferenças existentes nos mercados de capitais são também um factor que influencia de forma determinante os sistemas de governo das sociedades, sabendo-se que no caso dos países anglo-saxónicos os mercados de capitais são geralmente de maior dimensão e com maior liquidez do que os dos países da Europa continental, assumindo no primeiro caso um maior poder sobre as empresas e sobre os gestores.

As diferenças apontadas encerram em si um conjunto de desafios diferentes a que os sistemas de governo das sociedades devem dar resposta (Denis e McConnell, 2003). No caso do modelo anglo-saxónico a preocupação com a protecção dos pequenos accionistas face ao poder discricionário dos gestores e o maior poder de pressão de um mercado de capitais de maiores dimensões e com agentes a exigirem também eles um controlo do trabalho dos gestores, são alguns dos desafios do sistema de governo das sociedades anglo-saxónico.

As questões levantadas nos países continentais e no Japão assentam, não na protecção dos pequenos accionistas face ao poder dos gestores, mas sim na protecção destes mesmos accionistas face a accionistas de grande dimensão que detêm grande parte do

capital das empresas e que dessa forma possuem capacidade de influenciar os gestores das empresas. A menor dimensão dos mercados de capitais fomenta uma menor importância dos mecanismos externos de controlo, remetendo para os accionistas de maiores dimensões, instituições bancárias e outros agentes com interesses nas empresas, a procura de mecanismos de controlo.

Sistema Continental

A fraca dispersão do capital tal como referido, tem como consequência o aparecimento de grandes accionistas, em particular famílias, com posições de grande relevância no seio das empresas. Derivado dessas posições assumem uma influência elevada junto dos órgãos de gestão das empresas, integrando em muitas situações esses mesmos órgãos o que permite um controlo directo sobre a gestão. Como é expectável o grande desafio assenta na defesa dos interesses dos pequenos accionistas.

A estrutura do órgão de administração de muito países continentais assenta num modelo dualista, caracterizado pela existência de dois órgãos (conselho geral e direcção) responsáveis pela gestão da empresa. No caso português predomina o modelo monista com um único órgão responsável pela gestão da empresa, sendo no entanto em muitos casos, através da criação de uma comissão executiva, efectuada a separação entre a gestão corrente e a gestão estratégica da empresa. A criação desta comissão acaba por criar um modelo bicéfalo de tomada de decisão em que um órgão controla e superintende o trabalho do outro, à semelhança do que se verifica nos modelos dualistas.

A existência de dois órgãos com poderes decisórios conduz ao aparecimento de duas figuras, o *Chief Executive Officer* e o *Chairman*, que no caso dos países continentais são geralmente duas pessoas distintas contrariamente ao que ocorre nos países de influência anglo-saxónica. Esta separação procura defender os interesses dos pequenos accionistas, procurando garantir a independência do *Chief Executive Officer* face ao *Chairman* e aos membros executivos.

Normalmente associado a estas empresas está um sistema de remunerações baseado em remunerações fixas, assumindo a componente variável da remuneração um peso menor em comparação com os países anglo-saxónicos. Este facto reflecte uma menor necessidade de alinhamento entre os gestores e os accionistas, uma vez que estes

últimos controlam como foi referido os primeiros, ou são eles mesmos uma parte destes, estando assim salvaguardados ad-inicio os seus interesses.

A criação de comités vocacionados para tarefas específicas característica do sistema anglo-saxónico, como são os casos do comité de remunerações, de nomeações ou de auditoria interna entre outros, assumem ainda um peso reduzido nos países continentais.

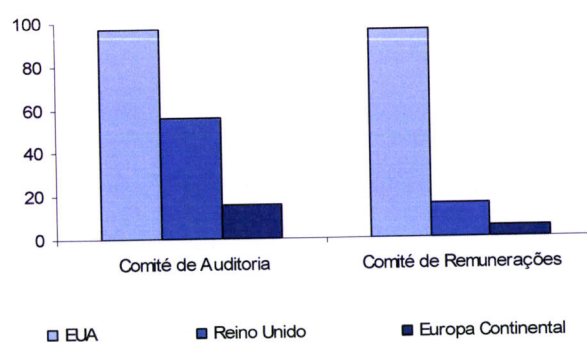
Sistema Anglo-Saxónico

A elevada dimensão e poder dos mercados dos países anglo-saxónicos, são tidos como um factor disciplinador dos gestores, assim caso não exista um alinhamento da gestão com os interesses dos accionistas o próprio mercado fomentará esse equilíbrio.

Os conselhos de administração na sua tipologia e composição assumem também grande relevância, sendo compostos por dois tipos de elementos: os administradores executivos e os administradores externos. Os primeiros como o nome indica são executivos e internos à empresa, ao invés os segundos devem ser independentes e assumir funções não executivas de fiscalização, definição estratégica e monitorização, procurando emprestar uma maior protecção aos interesses dos detentores de capital

A criação pelo conselho de administração de comités composto pelos membros independentes é prática comum nas empresas anglo-saxónicas. O gráfico seguinte mostra a elevada importância que estes assumem no sistema anglo-saxónico por oposição ao continental.

Gráfico 2 – Empresas que optaram pela criação de comités (%)



Fonte: Faccio e Lang (2002)

Sendo prática comum a criação dos comités, destacando-se o papel dos comités de auditoria, de nomeações e de remunerações nas empresas anglo-saxónicas.

As remunerações têm uma componente variável bastante relevante no cálculo da remuneração dos gestores. O factor variável é dependente do desempenho da empresa e procura garantir a protecção dos interesses dos investidores. Essa garantia é também prestada pelo papel das entidades reguladoras e de supervisão dos mercados decorrendo deste facto um factor que se reveste de elevada importância nos países anglo-saxónicos, o elevado nível de divulgação da informação prestada pelas empresas aos mercados.

Ao ser feita referência aos sistemas de governo das sociedades, não é possível afirmar a supremacia e eficácia de um face a outro, podendo apenas ser apontadas as principais diferenças entre ambos. Os sistemas estão adaptados a um enquadramento político, legal e institucional vigente nas regiões e países onde são aplicados.

5.2. Conselhos de Administração

A referida separação entre a propriedade e a gestão conduziu a um aumento da importância do Conselho de Administração, enquanto mecanismo interno de protecção dos interesses dos accionistas. Sendo este órgão representativo dos detentores de capital, deve em primeira instância zelar pelos interesses destes e procurar eliminar comportamentos discricionários e divergentes dos interesses dos accionistas.

Em princípio e sem prejuízo dos poderes da Assembleia-Geral, apenas o Conselho de Administração no seu conjunto, tem o poder exclusivo, de acordo com o estatuto social, para a tomada de decisões. Enquanto órgão colegial é colectivamente responsável pelo desempenho das suas funções (CE, 2005).

No essencial as funções dos Conselhos de Administração consistem em mediar soluções para os interesses conflitantes (Baysinger et Butler, 1985), a pluridimensionalidade presente nas organizações torna complexo o processo de mediação e manutenção de equilíbrios, no entanto reside neste facto um dos desafios dos conselhos de administração.

Reportando ao documento da OCDE (2004) como exemplo, o órgão de administração deve dentro do seu conteúdo funcional desempenhar actividades no sentido de:

- a) Apreciar e orientar a estratégia da sociedade;
- b) Seleccionar, compensar, fiscalizar e substituir os principais gestores;

- c) Harmonizar a remuneração dos principais gestores e dos membros do conselho de administração;
- d) Garantir um processo formal e transparente para a nomeação e eleição do conselho de administração;
- e) Gerir potenciais conflitos de interesses entre gestores, membros do conselho de administração e accionistas;
- f) Assegurar a integridade dos sistemas contabilísticos e de informação da sociedade;
- g) Supervisionar o processo de divulgação de informações e de comunicação.

E deverá nortear o desenvolvimento da sua actividade baseando-se quatro princípios:

- a) Justiça e equidade (*fairness*) nos relacionamentos com os accionistas;
- b) Transparência no relato da informação (*disclosure*), evitando a ocorrência de informação privilegiada;
- c) Prestação de contas com responsabilidade (*accountability*);
- d) Actuar em conformidade com a lei (*compliance*).

Além de definir a estratégia global da sociedade, o Conselho de Administração é principalmente responsável pela fiscalização do desempenho dos gestores, evitando conflitos de interesses e arbitrando pretensões concorrentes sobre a sociedade. Para que os membros do Conselho de Administração possam desempenhar efectivamente as suas funções devem ser capazes de tomar decisões com objectividade e independência (OCDE, 2004).

Nos desenvolvimentos deste quadro funcional e de responsabilidades existe segundo Baysinger et Butler (1985) um conjunto de elementos críticos, entre quais estão a dimensão e composição do conselhos de administração..

Zahra et Pearce (1989), refere que a estrutura dos Conselhos de Administração é o reflexo do equilíbrio e das relações de poder existentes no seio de uma organização. Em termos formais e segundo Becht et al. (2002) e OCDE (2004) o conselho de administração pode apresentar duas tipologias: o modelo anglo-saxónico ou monista e o modelo continental europeu ou dualista, conforme referido anteriormente.

Sintetizando, o modelo anglo-saxónico (*one tier board model*), segundo o qual o conselho de administração é composto por membros executivos e não-executivos, tendo estes o mesmo conjunto de direitos e de deveres para com a empresa, sendo também característica deste modelo a concentração de poderes na figura do presidente do conselho de administração

Em oposição o modelo continental europeu (*two tier board model*) preconiza a separação das funções de gestão e supervisão por dois órgãos diferentes. O órgão de supervisão habitualmente designado por Conselho Geral é composto por membros não executivos e tem como função vigiar e controlar a gestão. O órgão responsável por essa gestão é a Direcção composta exclusivamente por membros executivos e cujas funções assentam na gestão da organização.

5.2.1 O enquadramento normativo dos Conselhos de Administração em Portugal

O código das sociedades comerciais permite a adopção de duas tipologias referentes ao órgão de administração, o sistema monista e o sistema dualista. Em concordância com o artigo 278.º do referido diploma a estrutura de administração e fiscalização pode assumir três modalidades: conselho de administração e conselho fiscal ou conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria, e revisor oficial de contas ou ainda conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas.

A regulamentação acerca da estrutura organizacional e de funcionamento dos conselhos de administração é definida nos artigos 390.º e seguintes do código das sociedades comerciais.

Organização dos conselhos de administração

A legislação portuguesa, ao contrário da vigente noutros países, não limita o número de elementos que integram o órgão de administração, referindo somente no artº 390 do CSC que: “1 - O conselho de administração é composto pelo número de administradores fixado no contrato de sociedade e 2 - O contrato de sociedade pode dispor que a sociedade tenha um só administrador, desde que o capital social não exceda (euro) 200.000; aplicam-se ao administrador único as disposições relativas ao conselho de administração que não pressuponham a pluralidade de administradores.”. Outra referência em matéria de composição está vertida no artº 424 do CSC, sendo que “ 1 - O

conselho de administração executivo, é composto pelo número de administradores fixado nos estatutos. e 2 – A sociedade só pode ter um único administrador quando o seu capital não exceda (euro) 200.000.”.

Competências dos Conselhos de Administração

As competências do conselho de administração são amplas e estipuladas nos artigos 405 e seguintes do CSC. Assim, compete ao conselho de administração “gerir as actividades da sociedade, devendo subordinar-se às deliberações dos accionistas ou às intervenções do conselho fiscal ou da comissão de auditoria apenas nos casos em que a lei ou o contrato de sociedade o determinarem” detendo para tal, “exclusivos e plenos poderes de representação da sociedade”.

O código das sociedades comerciais tipifica também o que se deve entender como “poderes de gestão”, definindo que estes consistem em deliberar sobre:

“a) Escolha do seu presidente, sem prejuízo do disposto no artigo 395; b) Cooptação de administradores; c) Pedido de convocação de assembleias-gerais; d) Relatórios e contas anuais; e) Aquisição, alienação e oneração de bens imóveis; f) Prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade; g) Abertura ou encerramento de estabelecimentos ou de partes importantes destes; h) Extensões ou reduções importantes da actividade da sociedade; i) Modificações importantes na organização da empresa; j) Estabelecimento ou cessação de cooperação duradoura e importante com outras empresas; l) Mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade; m) Projectos de fusão, de cisão e de transformação da sociedade; n) Qualquer outro assunto sobre o qual algum administrador requiera deliberação do conselho. “

A legislação portuguesa permite também a delegação de poderes de gestão, excepção feita se existir menção contrária expressa no contrato de sociedade ou se as deliberações se referirem às referidas nas alíneas a) a m) referidas anteriormente. O conselho de administração pode também delegar a gestão corrente da sociedade, num ou mais administradores ou numa comissão executiva, respeitando as excepções previstas na lei.



5.2.2 A problemática da dimensão do Conselho de Administração

O número de elementos que integram o conselho de administração é considerada como sendo uma variável de elevada importância no processo de garantia de um eficaz desempenho das funções do órgão. Segundo Jensen (1993) e Yermack (1996), os conselhos de administração com mais de sete ou oito elementos, apresentam piores desempenhos no desenvolvimento das suas funções, fruto de um menor envolvimento e de uma maior dificuldade de comunicação decorrente da sua maior dimensão.

O benefício em *know-how* que pode advir do aumento do número de membros do conselho de administração, tem de ser analisado na sua relação custo-benefício com a perda de efectividade que pode gerar no funcionamento do órgão, com possíveis efeitos prejudiciais ao bom desempenho da instituição no seu todo.

Os recentes problemas vividos fomentaram um incremento da pressão dos investidores no sentido da responsabilização dos gestores, podendo segundo Wu (2006) ser o elemento catalisador da diminuição verificada no número de elementos dos Conselhos de Administração.

5.2.3 A problemática da composição do Conselho de Administração

A importância de um conselho de administração independente, composto por uma maioria de membros externos, é tida em diversos códigos de governo das sociedades, como uma forma de potenciar a tomada de decisão e incrementar o valor da empresa. Esta situação reflecte a ideia de que o papel dos membros do conselho de administração é o de monitorizar o trabalho deste órgão, assim apenas os administradores independentes podem efectuar prosseguir este desígnio de forma eficaz.

Assim, a presença de administradores independentes no Conselho de Administração, capazes de contestarem as decisões de gestão, é considerada como um meio para proteger os interesses dos accionistas e outras partes interessadas (Baysinger et Butler, 1985).

A referida ideia é corroborada por Fama e Jensen (1983), que defendem que a inclusão de membros independentes incrementa o efectivo cumprimento das funções de monitorização e consequentemente reduz a probabilidade de tomadas de decisão contrárias aos interesses dos accionistas. Estes administradores têm como incentivo a

construção de carreiras assente na eficácia da sua capacidade de controlo e a sua promoção junto do mercado enquanto quadros de grande valia e utilidade no seio das organizações.

Jensen (1992) refere ainda o facto de os administradores não independentes, serem menos efectivos nas tarefas de monitorização do trabalho do administrador executivo, uma vez que a sua progressão na carreira depende deste, condicionando assim a sua actuação.

Em sociedades com uma estrutura accionista dispersa, a principal preocupação consiste em saber como obrigar os gestores a prestarem contas aos accionistas minoritários. Em sociedades com accionistas que detêm participações de controlo, trata-se de garantir que a sociedade seja administrada de uma forma que tome em consideração os interesses dos accionistas minoritários (CE, 2005).

Os administradores internos fornecem, em princípio, informações de grande valor sobre as actividades da organização (Byrd et Hickman, 1992; Bhagat et Black, 1999), não devendo estes serem em número muito elevado de modo a garantir uma eficaz monitorização do trabalho desenvolvido. Os administradores independentes devem ser a maioria (CE, 2005), os quais contribuem com o seu prestígio profissional, os seus conhecimentos e objectividade na avaliação das decisões dos gestores segundo Byrd et Hickman (1992).

A existência de administradores independentes nos Conselhos de Administração advem do domínio do órgão por administradores recrutados entre os quadros de pessoal das respectivas empresas. O facto destes serem membros activos na gestão diária, pode em certa medida torna-los menos críticos face a essa mesma actividade.

A presença de administradores independentes, permite uma análise e atitude crítica mais apurada face à gestão da empresa e acima de tudo dotada da independência necessária.

Um administrador com prestígio, garante, em principio experiência em determinadas áreas de conhecimento em que desenvolveu a sua actividade e que serão, não só o *core* das suas intervenções no seio do Conselho de Administração como uma mais valia no desenvolvimento do seu quadro funcional dentro da empresa (Byrd e Hickman, 1992; Bhagat e Black, 1999) *apud* Rodrigues et al (2008). Os administradores não independentes fornecem informações de grande valor sobre as operações da

organização, no entanto não devem ser em número elevado para não criarem um grupo que possa defender os seus próprios interesses.

Por estas razões, é normalmente sugerido pelos códigos de boas práticas de governo das sociedades, que a qualidade do Conselho de Administração é tanto maior quanto mais administradores independentes estiverem na sua composição e que não haja acumulação de funções executivas e de controlo (OCDE, 2004).

Administrador independente, é, tipicamente, um membro do Conselho de Administração que não exerce funções executivas na sociedade, não mantém relacionamento comercial ou contratual com a sociedade (além dos serviços prestados como administrador), nem está sob a influência de qualquer outro administrador ou grupo de accionistas; designa, em geral, o administrador capaz de agir de maneira bem informada e objectiva. Contudo, os critérios de independência podem variar em diferentes países e sociedades, dependendo dos padrões de controlo estabelecidos e das associações levadas a efeito com outras sociedades. Pode ser benéfico, para uma empresa individual, definir independência com base na legislação local, e nos regulamentos e directrizes de melhores práticas que reflectam as condições da área específica (OCDE, 2004).

A Comissão de Mercados e Valores Mobiliários, salienta nas suas recomendações sobre o governo das sociedades a importância dos administradores independentes afirmando que “Encoraja-se a inclusão no órgão de administração de um ou mais membros independentes em relação aos accionistas dominantes, por forma a maximizar a prossecução dos interesses da sociedade”, recomendando ainda que “...os membros independentes exerçam uma influência significativa na tomada de decisões colegiais e contribuam para desenvolvimento da estratégia da sociedade, em prol da prossecução dos interesses da sociedade.”.

Ainda segundo o mesmo organismo e de acordo com o plasmado no regulamento nº11/2003, “não são considerados administradores independentes os que estejam associados a grupos de interesses específicos na sociedade, nomeadamente os seguintes:

- a) os membros do órgão de administração que pertençam ao órgão de administração de sociedade que sobre aquela exerça domínio, nos termos do disposto no Código dos Valores Mobiliários;

- b) os membros do órgão de administração que sejam titulares de participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade, ou de idêntica percentagem em sociedade que sobre aquela exerça domínio, nos termos do disposto no Código dos Valores Mobiliários;
- c) os membros do órgão de administração que exerçam funções de administração ou tenham um vínculo contratual com empresa concorrente;
- d) os membros do órgão de administração que auferam qualquer remuneração da sociedade, ou de outras sociedades que com aquela estejam em relação de domínio ou de grupo, excepto a retribuição pelo exercício das funções de administração;
- e) os membros do órgão de administração que sejam cônjuges, parentes e afins em linha recta até ao terceiro grau, inclusive, das pessoas referidas nas alíneas anteriores.”

Será este conceito de independência dos administradores, apresentado pela CMVM, que irá ser seguido ao longo do trabalho e aplicado no estudo empírico a desenvolver.

5.3. Análise teórica dos estudos que incidem na relação entre desempenho e mecanismos de governo das sociedades

Na sequência do exposto e decorrente da importância atribuída a este órgão no estudo da temática do governo das sociedades, nesta secção do capítulo serão apresentados alguns dos estudos conduzidos por diversos autores sobre a problemática da dimensão e constituição dos conselhos de administração.

Agrawal e Knoeber (1996) centraram o seu estudo na análise do impacto no desempenho financeiro causado pelos mecanismos utilizados para controlar os problemas de agência. Um dos mecanismos estudados foi a composição do conselho de administração, em particular a percentagem de membros independentes que integram o referido órgão. Utilizando uma amostra de aproximadamente 400 empresas norte-americanas, e com recurso a uma análise descritiva dos dados e a uma regressão linear os autores encontraram uma relação negativa entre a introdução de membros independentes nos conselhos de administração e o desempenho financeiro dessas empresas.

Yermack (1996) realizou um estudo empírico no sentido de encontrar evidência que comprove a ideia de que conselhos de administração maiores se tornam menos efectivos, devido ao crescimento dos problemas de agência. O autor examina uma amostra composta por grandes empresas norte-americanas e procura relacionar a dimensão do conselho de administração com o desempenho financeiro. Os resultados obtidos permitem-lhe concluir a existência de uma relação negativa entre dimensão do órgão e desempenho financeiro.

Seguindo o estudo de Yermack (1996), Eisenberg et al (1998), procura verificar se a relação existente no caso das empresas norte-americanas, é também válida para uma amostra de pequenas e médias empresas finlandesas. Os resultados obtidos são conclusivos e demonstram uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas finlandesas pertencentes à amostra utilizada pelo autor.

Dalton e Daily (1998) efectuaram uma meta-análise baseada em 54 estudos empíricos, num total de 40.160 elementos, acerca da relação entre a composição dos conselhos de administração e a performance financeira das empresas. Após os procedimentos metodológicos subjacentes a esta técnica estatística, os autores concluíram não existir evidência que permita afirmar a existência de uma relação consistente entre performance financeira e composição dos conselhos de administração.

Conyon e Peck (1998) definiram como objectivo do seu estudo encontrar evidência empírica da relação entre o desempenho financeiro e a dimensão do conselho de administração. O estudo efectuado referencia empresas de diversos países europeus (Reino Unido, França, Dinamarca, Holanda e Itália), não encontrando os autores resultados estatisticamente significativos na maioria dos países em estudo, somente nas empresas do Reino Unido foi encontrada uma relação estatisticamente significativa. Neste caso os autores constataram existir uma relação positiva entre o número de membros do conselho de administração e a variável dependente em estudo, a rentabilidade dos capitais próprios. No desenvolvimento do seu estudo os autores recorreram a uma análise univariada dos dados, assim como a uma regressão linear.

No mesmo ano Vafeas e Theodorou (1998), efectuaram um estudo no Reino Unido com uma amostra de 250 empresas cotadas, no qual procuravam através de um conjunto de variáveis de natureza contabilística e referentes ao mercado de capitais, encontrar uma

relação entre a composição dos conselhos de administração e as referidas variáveis. Este estudo revelou-se inconclusivo no que diz respeito às intenções iniciais dos autores.

Em 1999, Baghat e Black (1999), conduziram um estudo com dados referentes ao período compreendido entre 1985 e 1995, e tendo por base uma amostra de 928 grandes empresas norte-americanas, com capitalização bolsista. Através de uma regressão os autores procuraram relacionar *proxys* de natureza financeira com *proxys* relacionadas com o governo das sociedades.

Na sequência da metodologia adoptada os autores concluíram que existe uma relação negativa, estatisticamente significativa a um nível de 5%, entre a proporção de administradores independentes que integram o conselho de administração e a rendibilidade dos activos no período compreendido entre 1985 e 1990. No período de 1991 a 1994 os autores identificaram uma relação negativa mas sem significância estatística.

Relativamente ao número de membros que compõem o conselho de administração, os autores verificaram uma relação negativa entre esta variável e a rendibilidade dos activos, no entanto esta relação não tem significância estatística.

Dehaene et al (2001), aplicaram a 59 empresas belgas cotadas e não cotadas um conjunto de testes e procedimentos de natureza estatística que lhes permitiram concluir a existência de uma relação positiva entre a proporção de administradores independentes que integram o órgão de administração e a rentabilidade dos activos. No seu estudo os autores utilizaram além da referida variável de governo da sociedade, o número total de membros do órgão de administração, a separação entre a função de CEO e a de presidente do conselho de administração. No campo das variáveis de performance financeira foi utilizada além da rendibilidade dos activos a rendibilidade dos capitais próprios. Com excepção da conclusão acima referenciada não conseguiram os autores encontrar qualquer outra relação entre as variáveis em estudo.

Procurando encontrar evidência empírica da relação entre a composição dos conselhos de administração e a performance financeira, Postma et al (2003), estudaram 94 empresas holandesas, excluindo as empresas do sector financeiro. No seu trabalho utilizaram variáveis relacionadas com a performance financeira, dividindo-as em contabilísticas e de mercado e variáveis de governo das sociedades.

Com recurso a uma regressão os autores procuraram encontrar uma relação entre as variáveis, obtendo resultados que lhes permitiram verificar a existência de uma relação negativa entre número de administradores independentes e o desempenho financeiro das empresas estudadas. Os autores concluíram ainda a inexistência de relação entre o número de membros que integram o órgão de administração e as variáveis de desempenho financeiro definidas para o estudo.

Pablo de Andres et al (2005) analisaram dados de empresas sedeadas em diversos países pertencentes à OCDE, procurando encontrar evidência empírica da relação entre a dimensão e composição dos conselhos de administração e a performance financeira destas. Recorrendo a uma análise descritiva dos dados e a um modelo de regressão linear os autores concluíram existir uma relação negativa entre o desempenho financeiro e a dimensão do conselho de administração. Quanto à composição dos conselhos de administração face ao desempenho financeiro os autores não encontraram qualquer relação significativa. Os autores encontraram ainda uma relação positiva entre a dimensão da empresa e o seu desempenho financeiro.

Cunha (2005), utilizou uma amostra referente aos anos de 2001 a 2003, composta por empresas portuguesas cotadas e não cotadas na Euronext Lisboa e procurou verificar a existência de uma relação entre a dimensão e composição dos conselhos de administração e a rentabilidade financeira das empresas (rentabilidade dos activos e rentabilidade dos capitais próprios). Recorrendo à utilização de uma regressão múltipla concluiu que no caso das empresas cotadas, existe evidência de um efeito negativo do tamanho do conselho de administração sobre o desempenho. No caso da independência do conselho de administração concluiu existir uma relação significativa com o desempenho das empresas, sugerindo que as empresas com maior número de membros independentes apresentam um desempenho menor.

Desenvolvendo um estudo sobre a realidade de 460 empresas cotadas nas bolsas da Malásia e de Singapura, Mak e Yuanto (2005) procuraram estudar se a dimensão do conselho de administração influi com o desempenho financeiro. Utilizando uma abordagem estatística baseada numa análise univariada e multivariada, os autores concluíram que, tal como pretendiam provar, existe nas empresas em estudo uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro destas.

Erickson, Park, Reising e Shin (2005), recorreram a uma amostra de 236 empresas canadianas e relativamente aos anos de 1991 a 1997, procuram estudar a relação entre a composição do conselho de administração e o desempenho da empresa. Utilizando diversas variáveis e aplicando uma metodologia baseada em técnicas de análise univariada e multivariada, concluíram a existência de uma relação negativa entre a proporção de administradores independentes e o desempenho financeiro das empresas estudadas.

No seu estudo, Ho (2005), procurou analisar internacionalmente a relação entre o governo das sociedades e a competitividade das empresas. Submetendo questionários a todas as empresas constantes na *Business Week Global 1000* e na *Fortune 500*, obteve 104 respostas. Tendo por base a referida amostra foram efectuadas análise univariada, bivariada e multivariada que permitiram ao autor concluir a existência de uma relação positiva entre a composição dos conselhos de administração e o desempenho financeiro das empresas analisadas.

Mendes da Silva et al (2006) basearam-se numa amostra composta por 176 empresas brasileiras cotadas, com o objectivo de relacionar o desempenho financeiro destas com algumas variáveis do governo das sociedades. Os autores identificaram uma relação positiva entre os membros independentes que integram o conselho de administração e o desempenho financeiro, do mesmo modo que assinalaram uma relação de sinal idêntico entre a dimensão dos conselhos de administração e o desempenho financeiro das empresas estudadas.

Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006) procuraram relacionar a proporção de membros independentes e o número de membros que integram o órgão de administração com diversas *proxys* de natureza financeira. No sentido de evidenciarem essa relação trabalharam com uma amostra de 16 empresas cotadas do Gana. Os autores concluíram existir uma relação positiva entre o número de membros que compõe o órgão de administração e as variáveis de desempenho financeiro. Foi ainda obtida outra conclusão, relacionada com o número de membros independentes, cuja relação com a rendibilidade dos activos é negativa

Krivogorsky (2006), conduziu um estudo tendente a conhecer qual o efeito da estrutura do conselho de administração no desempenho financeiro das empresas. Tendo por base 81 empresas sedeadas na Europa continental (Áustria, Bélgica, Dinamarca, França,

Alemanha, Itália, Holanda, Portugal e Espanha) e recorrendo a uma análise univariada e multivariada dos dados recolhidos, a autora encontrou uma relação positiva entre o peso relativo dos membros independentes e o desempenho financeiro destas empresas.

Nguyen e Faff (2006), propuseram-se analisar o impacto da dimensão e diversidade dos conselhos de administração no desempenho de 500 grandes empresas australianas relativamente aos anos de 2000 e 2001. Recorrendo a análise univariada e multivariada os autores concluíram não existir uma relação entre a dimensão e o desempenho financeiro (medido pelo rácio *Tobin Q*). Relativamente à relação entre a composição do conselho de administração (medida pelo peso relativo de membros independentes), os autores obtiveram resultados inconclusivos, não alcançando como tal qualquer resultado significativo.

Também Hannifa e Hudaib (2006) conduziram um estudo tendo por base os dados referentes ao período compreendido entre 1996 e 2000 e relativos a 347 empresas cotadas no primeiro mercado da Malásia. Os autores definiram como variáveis de natureza financeira o *Tobin Q* e a rendibilidade dos activos, recorrendo ao número total de membros do órgão de administração, à proporção de membros independentes nesse mesmo órgão e à separação entre a presidência do referido órgão e a função de *Chief Executive Officer (CEO)*, enquanto variáveis de governo das sociedades.

Com recurso a uma metodologia utilizada por outros autores (análise univariada e regressão linear), os autores encontraram evidência empírica de uma relação positiva entre o número de membros do órgão de administração e rendibilidade dos activos.

Garg (2007) centrou o seu trabalho nas empresas indianas cotadas em bolsa recolhendo dados referentes aos anos fiscais compreendidos entre 1997 e 2003. Após uma análise descritiva dos dados e a aplicação de uma regressão linear, o autor concluiu existir uma relação negativa entre a dimensão dos conselhos de administração e o desempenho financeiro, não conseguindo encontrar evidência da relação entre a composição desse mesmo órgão e o desempenho financeiro.

Linck et al (2008), utilizaram uma amostra de 7000 empresas norte-americanas, centrando temporalmente o seu estudo no período compreendido entre 1990 e 2004 e tendo como objectivo encontrar os determinantes da estrutura dos conselhos de administração. Definindo um conjunto de características consideradas como passíveis

de influenciar essa mesma composição, os autores, entre outras conclusões, encontraram evidência de uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e o desempenho das empresas. A independência do órgão foi medida pelo número de administradores independentes face ao número total de administradores.

Lefort e Urzúa (2008), procuraram com recurso a uma amostra de 163 empresas, encontrar no tecido empresarial chileno, evidência empírica da relação entre a estrutura do conselho de administração e desempenho financeiro. Os dados recolhidos foram sujeitos a técnicas de análise univariada e multivariada no sentido de verificar as hipóteses em estudo. Utilizando como variável o peso relativo dos membros independentes na constituição dos conselhos de administração, os autores concluíram não existir evidência empírica da referida relação em referência à amostra analisada.

Black e Kim (2008) analisaram dados referentes a empresas sul-coreanas, com intuito de verificar o efeito da estrutura dos conselhos de administração sobre o valor da empresa. Sustentando-se no facto de ser exigido às grande empresas cotadas que metade dos membros do conselho de administração sejam independentes, face à inexistência dessa premissa para as pequenas empresas cotadas, os autores procuram verificar qual o impacto da composição do órgão para cada uma das realidades referidas. Através de uma análise multivariada os autores concluíram existir uma relação forte e de sinal positivo entre a composição e o desempenho financeiro, sendo a conclusão válida para ambas as tipologias de dimensão referidas.

Com intuito de sistematizar e sintetizar, as conclusões obtidas pelos autores nos seus estudos, foram elaborados os quadros seguintes que evidenciam a tipologia da conclusão obtida, o autor e o ano de estudo.

Verifica-se nos quadros seguintes, que os estudos se podem subdividir em quatro categorias em função dos resultados obtidos: inconclusivos, ausência de relação entre as variáveis, relação negativa entre as variáveis, relação positiva entre as variáveis.

Serão primeiramente analisados os resultados obtidos, relativamente ao estudo da relação entre a composição do conselho de administração e a rendibilidade das empresas em diferentes países.

Quadro 3 – Resultados obtidos nos estudos acerca da relação entre a composição do conselho de administração e a rentabilidade das empresas

Resultados	Autor/Ano
Inconclusivos	Vafeas (1998); Dalton e Daily (1998); Haniffa & Hudaib (2006); Nguyen e Faff (2006); Garg (2007)
Ausência de relação	Pablo de Andres (2005); Lefort e Urzúa (2008)
Relação Negativa	Agrawal e Knoeber (1996); Bhagat e Black (1999); Postma (2001); Cunha (2005); Erickson et al (2005); Kyereboah-Coleman (2006); Linck, Netter e Yang (2008)
Relação Positiva	Baysinger e Butler (1985); Ezzamel and Watson (1993); Dehaene et al (2001); Ho (2005); Mendes-da-Silva (2006); Krivogorsky (2006); Kim e Black (2008)

Fonte: Elaboração Própria

Com o quadro anterior retrata, somente em dois dos estudos analisado se verificou não existir qualquer relação entre as variáveis, salienta-se ainda a existência de um conjunto significativo de estudos que apresentam resultados inconclusivos. No que concerne à existência de uma relação positiva ou negativa entre as variáveis, os resultados foram similares. Assim sendo, os estudos apresentam conclusões divergentes, não existindo um comportamento padrão relativamente aos resultados obtidos para a relação entre as variáveis nos diferentes países.

No que diz respeito à relação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas, a metodologia relativamente ao agrupamento das conclusões é semelhante à anteriormente adoptada e conduziu à elaboração do quadro seguinte.

Quadro 4 – Resultados obtidos nos estudos acerca da relação entre a dimensão do conselho de administração e a rentabilidade das empresas

Resultados	Autor/Ano
Inconclusivos	Canyon (1998); Bhagat e Black (1999)
Ausência de relação	Postma (2001); Nguyen e Faff (2006)
Relação Negativa	Yermack (1996); Eisenberg (1998); Pablo de Andres (2005); Cunha (2005); Mak e Yuanto (2005); Garg (2007)
Relação Positiva	Kyereboah-Coleman (2006); Haniffa & Hudaib (2006); Mendes-da-Silva (2006)

Fonte: Elaboração Própria

A análise às conclusões obtidas nos diversos estudos, é uma vez mais divergente, no entanto existe uma tendência para os autores concluírem pela existência de uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e a rentabilidade das empresas.

Parte III – Metodologia

Nesta parte será efectuada uma definição do objectivo do estudo, tal como será apresentada a justificação para a sua elaboração. Serão também definidas as hipóteses de pesquisa, a população, variáveis e factores e também abordadas as técnicas utilizadas no método de pesquisa, o tratamento da informação e os métodos de análise dos dados.

6. Metodologia

Em termos metodológicos o trabalho teve como ponto de partida um estudo exploratório no sentido de obter informações relevantes sobre o objecto de estudo, através de uma revisão da literatura existente. As informações foram recolhidas através da consulta de obras editadas, artigos publicados em congressos e revistas da especialidade, *sites* e monografias.

6.1. Objectivo

O objectivo deste estudo assenta na análise da relação entre os mecanismos de governo das sociedades e o desempenho financeiros das organizações. Para tal foi efectuada a leitura dos Relatórios e Contas e dos Relatórios anuais de Governo das Sociedades, sendo recolhidos os dados necessários ao desenvolvimento do estudo proposto

Tendo por base o referido, foi desenvolvido este estudo, do qual se recolheram dados que, depois de tratados estatisticamente, serão apresentados e analisados no capítulo seguinte.

6.2. Justificação

O governo das sociedades ganha importância na década de setenta com os trabalhos de Jensen e Meckling (1976), época em que o fenómeno da globalização dos mercados financeiros emerge. Segundo Rodrigues (2008) este facto pode ser explicado “pelas mudanças radicais do ambiente macroeconómico, em especial o papel desempenhado pelas políticas governamentais neoliberais que se generalizaram nos países industriais – o Estado mínimo –, lideradas pelos conservadores (Margaret Thatcher, Grã-Bretanha, 1979; Ronald Reagan, EUA, 1980) (Albert, 1991; Serfati, 2000)”.

Com o desenvolvimento do processo de globalização e integração dos mercados financeiros em franca expansão, assiste-se a um aumento na dispersão da propriedade das empresas e consequente a um aumento do poder dos gestores, este facto introduz o conceito de governo das sociedades na agenda de preocupações.

Questões como a exigência que os gestores da empresa tomem as decisões em função do interesse dos accionistas, comportamento éticas e socialmente responsáveis são tópicos que ganham importância crescente no seio dos mercados e das organizações nacionais e internacionais.

Na sequência do exposto, este trabalho procura reflectir e averiguar qual a relação entre o governo das empresas e o desempenho financeiro.

6.3. Hipóteses de pesquisa

As hipóteses de investigação a que se pretende dar resposta são:

Hipótese H0 – Existe uma relação positiva entre o governo das sociedades e o desempenho financeiro das empresas.

Hipótese H1 – Existe uma relação positiva entre o número de membros que integram o conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas.

Com o objectivo de testar a referida hipótese, foram consideradas as seguintes sub-hipóteses:

H1.1 - Existe uma relação positiva entre o número de membros que integram o conselho de administração e a rentabilidade dos activos (ROA).

H1.2 - Existe uma relação positiva entre o número de membros que integram o conselho de administração e a rentabilidade dos capitais próprios (ROE).

Hipótese H2 – Existe uma relação positiva entre número de administradores independentes e o desempenho financeiro das empresas.

Com o objectivo de testar esta hipótese, foram consideradas as seguintes sub-hipóteses:

H2.1 - Existe uma relação positiva entre o número de administradores independentes e a rentabilidade dos activos (ROA).

H2.2 - Existe uma relação positiva entre o número de administradores independentes e a rentabilidade dos capitais próprios (ROE).

Hipótese H3 – Existe uma relação positiva entre o peso relativo dos administradores independentes e o desempenho financeiro das empresas.

Com o objectivo de testar esta hipótese, foram consideradas as seguintes sub-hipóteses:

H3.1 - Existe uma relação positiva entre o peso relativo dos administradores independentes e a rentabilidade dos activos (ROA).

H3.2 - Existe uma relação positiva entre o peso relativo dos administradores independentes e a rentabilidade dos capitais próprios (ROE).

Hipótese H4 – O sector de actividade a que pertence a empresa influencia positivamente a relação entre as variáveis.

Com o objectivo de testar esta hipótese, foram consideradas as seguintes sub-hipóteses:

H4.1 - O sector de actividade a que pertence a empresa influencia positivamente a relação entre o número de membros que integram o conselho de administração e o desempenho financeiro.

H4.2 - O sector de actividade a que pertence a empresa influencia positivamente a relação entre o número de administradores independentes e o desempenho financeiro.

H4.3 – O sector de actividade a que pertence a empresa influencia positivamente a relação entre o peso relativo dos administradores independentes e o desempenho financeiro.

6.4. Definição da população, variáveis e factores

O estudo tem como base, os dados recolhidos dos Relatórios e Contas e dos Relatórios de Governo da Sociedade, relativos ao período entre 2003 e 2006, referentes às empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, especificamente as pertencentes ao *Portuguese Stock Index* (PSI) geral, conforme anexo A.

A população consiste em 52 empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, ou seja, todas as empresas que estiveram cotadas ao longo do período analisado, independentemente da data de admissão à cotação.

No desenvolvimento do trabalho foram escolhidas variáveis relacionadas com os mecanismos de governo das sociedades e variáveis relacionadas com o desempenho financeiro das empresas. Com intuito de caracterizar a dimensão e composição do Conselho de Administração são utilizadas as três variáveis apresentadas no quadro seguinte:

Quadro 5 – Definição das variáveis do governo das sociedades

Variável	Descrição
NCA	Número de membros que compõem o CA
NCI	Número de membros independentes que integram o CA
%NCI	Peso Relativo dos membros independentes no CA

As variáveis referidas no quadro anterior, foram escolhidas e vão na sequência das opções de diversos outros autores no desenvolvimento de estudos com objectivos similares e com o intuito de caracterizar o conselho de administração quanto à sua dimensão e composição. Assim o quadro abaixo apresentado, identifica para cada uma das variáveis, os autores que as utilizaram e o ano do estudo:

Quadro 6 – Utilização das variáveis de governo das sociedades

Variável	Descrição
NCA	Conyon e Peck (1998); Vafeas e Theodorou (1998); Bhagat e Black (1999); Dehaene et al (2001); Postma et al (2001); Andres P. et al (2005); Cunha (2005); Erickson et al (2005); Haniffa e Hudaib (2006); Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Mendes-da-Silva et al (2006); Garg (2007); Linck, Netter e Yang (2008)
NCI e %NCI	Hermalin e Weisbach (1991); Agrawal e Knoeber (1996); Conyon e Peck (1998); Vafeas e Theodorou (1998); Bhagat e Black (1999); Dehaene et al (2001); Bhagat e Black (2002); Andres P. et al (2005); Cunha (2005); Erickson et al (2005); Mak e Yuanto (2005); Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); 22 (2006); Krivogorsky, V (2006); Mendes-da-Silva et al (2006); Garg (2007); Black e Kim (2008); Lefort e Urzúa (2008); Linck, Netter e Yang (2008)

Fonte: Elaboração Própria

Relativamente ao desempenho financeiro foram escolhidas variáveis relacionadas com a rentabilidade das empresas. As medidas de rentabilidade assentam em informação de natureza contabilística, e são as constantes do quadro seguinte:

Quadro 7 – Definição das variáveis de desempenho financeiro

Variável	Descrição
ROE	Rendibilidade dos Capitais Próprios (<i>Return on Equity</i>)
ROA	Rendibilidade do Activo (<i>Return on Assets</i>)

A escolha das variáveis de desempenho financeiro é semelhante à efectuada por diversos autores, que também eles recorreram às referidas variáveis com objectivo de mensurar o desempenho financeiro, conforme é possível verificar no quadro seguinte:

Quadro 8 – Utilização das variáveis de desempenho financeiro

Variável	Descrição
ROA	Hermalin e Weisbach (1991); Bhagat e Black (1999); Dehaene et al (2001); Postma et al (2001); Bhagat e Black (2002); Andres P. et al (2005); Cunha (2005); Mak e Yuanto (2005); Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Haniffa e Hudaib (2006); Mendes-da-Silva et al (2006); Krivogorsky, V (2006); Garg (2007)
ROE	Canyon e Peck (1998); Dehaene et al (2001); Postma et al (2001); Cunha (2005); Krivogorsky, V (2006)

Fonte: Elaboração Própria

No desenvolvimento do estudo será introduzido o sector de actividade, enquanto factor que poderá potencialmente influenciar a relação entre as variáveis em estudo. A introdução deste factor é utilizada em alguns estudos sendo disso exemplos Bhagat e Black (2000), Silveira (2002) e Okimura (2003), Lorenzo et al (2009).

6.5. Técnicas utilizadas no método de pesquisa

Em termos metodológicos, e conforme referido anteriormente, pretende-se aferir da relação entre os mecanismos de governo das sociedades referidos e a rentabilidade das empresas cotadas na Euronext de Lisboa.

Para tal, relativamente à bibliografia, foram consultadas obras editadas, artigos publicados em revistas da especialidade, *sites* e monografias. Ao nível da evidência

empírica, foi efectuada uma análise de conteúdo¹ aos relatórios anuais das empresas cotadas na Euronext Lisboa no período compreendido entre 2003 e 2007.

Estas análises são aplicadas a relatórios provenientes de diversos meios de comunicação das empresas com os investidores. Neste estudo a pesquisa foi realizada com base na técnica de análise de conteúdo, entendida como uma técnica de pesquisa para a descrição objectiva e quantitativa do conteúdo da comunicação.

Apesar do referido anteriormente, Bardin (1977) realça a dificuldade de se compreender a análise de conteúdo como um método uniforme, alertando para o facto de que se trata, antes de “um conjunto de técnicas de análise das comunicações”. Por isso, complementando, deve-se entender a análise de conteúdo não como um instrumento, mas “um leque de apetrechos; ou, com maior rigor, será um único instrumento, mas marcado por uma grande diversidade de formas e adaptável a um campo de aplicação muito vasto”.

6.6. Métodos de análise de dados

Foram utilizadas técnicas de estatística descritiva e de análise exploratória dos dados recolhidos nos relatórios das empresas. Com a análise exploratória de dados deseja-se alcançar, segundo Murteira (1993) a “exploração dos dados para descobrir ou identificar os aspectos ou padrões de maior interesse” e a “representação dos dados de maneira a destacar ou chamar a atenção para esses aspectos ou padrões”.

Atendendo ao número de variáveis que estão simultaneamente em análise, e para além da já referida análise univariada, onde cada variável é tratada separadamente, utilizou-se a análise bivariada, que segundo Reis (1997), tem como objectivo apurar a relação existente entre o factor sector de actividade e a rendibilidade e os mecanismos de governos das sociedades. Serão também utilizadas técnicas de estatística multivariada, recorrendo-se à análise de regressão múltipla pelos métodos Enter e Stepwise.

Os métodos de análise dos dados são semelhantes aos utilizados por diversos autores, no desenvolvimento de estudo com objectivos semelhantes ao que são propostos para o presente trabalho. O quadro seguinte faz referência aos diferentes métodos de análise de

¹ O método de análise de conteúdo consiste em analisar o conteúdo dos documentos através da codificação da informação em atributos ou categorias pré-definidas.

dados utilizados e simultaneamente aos autores que os tenham utilizado em trabalhos semelhantes.

Quadro 9 – Técnica estatística utilizada por diversos autores

Variável	Descrição
Análise Univariada	Conyon e Peck (1998); Bhagat e Black (1999); Vafeas e Theodorou (1998); Dehaene et al (2001); Postma et al (2001); Andres P. et al (2005); Cunha (2005); Erickson et al. (2005); Mak e Yuanto(2005); Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Hannifa e Hudaib (2006); Krivogorsky (2006), Mendes-da-Silva et al (2006); Black e Kim (2008); Ho (2005); Garg (2007) Lefort e Urzúa (2008); Linck Netter e Yang (2008);
Análise Bivariada	Dehaene et al (2001); Ho (2005), Mendes-da-Silva et al. (2006)
Análise Multivariada	Conyon e Peck (1998); Bhagat e Black (1999); Erickson et al. (2005); Mak e Yuanto(2005); Cunha (2005); Kyereboah-Coleman e Biekpe (2006); Ho (2005), Mendes-da-Silva et al. (2006)); Hannifa e Hudaib (2006); Garg (2007)

Fonte: Elaboração Própria

Para o tratamento estatístico dos dados foi utilizado o programa SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences* – versão 17.0 para ambiente *Windows*) e, após uma leitura dos dados foram seleccionados os aspectos mais relevantes para esta análise.

Análise univariada dos dados

Na análise univariada dos dados foi efectuado o cálculo das principais características amostrais (média, moda, mediana, desvio padrão), adequadas ao tipo de variável em causa.

As medidas de tendência central utilizadas foram as seguintes: média, mediana. Por média entenda-se o valor central que os dados de uma distribuição assumem. A mediana deve ser entendida como o valor da variável que ocupa a posição central na sucessão ordenada de observações, no caso da dimensão da amostra ser ímpar ou a média entre as duas observações centrais, no caso da dimensão ser par.

As medidas de dispersão utilizadas foram a variância, o desvio-padrão e amplitude da variação total dada pela diferença entre o valor máximo e mínimo observados para cada uma das variáveis.

A organização dos dados em tabelas de frequências e as representações gráficas, são predominantemente usadas neste trabalho, com intuito de identificar algumas tendências.

Análise bivariada

Esta técnica de estatística bivariada inclui métodos de análise de duas variáveis, podendo ser ou não estabelecida uma relação de causa/efeito entre elas. São exemplos típicos de métodos de análise bivariada o teste para a independência de duas variáveis, através dos coeficientes de correlação linear de *Pearson*, *Spearman*, ou *Kendall's Tau_b* (Reis, 1997). No presente estudo será utilizada a correlação linear de *Spearman*, com testes de significância *Two-tailed* pois não existe um conhecimento prévio da direcção da associação e de acordo com Pereira (2006).

Com esta metodologia de análise procurou-se identificar a relação existente entre as variáveis de governo das sociedades em estudo e as variáveis de desempenho financeiro. Foi ainda aplicada idêntica metodologia introduzindo o factor sector de actividade, com intuito de estudar o impacto deste na relação entre as variáveis em estudo.

Regressão Linear

A regressão linear é um método para se estimar o valor esperado de uma variável y , dados os valores de algumas outras variáveis x . As variáveis y , serão daqui em diante denominadas de dependentes e as variáveis x denominadas de independentes.

Este método irá ser utilizado com o intuito de validar a existência de uma relação entre as variáveis dependentes e independentes, ou seja, verificar a capacidade explicativa das segundas relativamente às variações da primeira.

As variáveis dependentes utilizadas foram a rendibilidade dos activos (ROA) e a rendibilidade dos capitais próprios (ROE), sendo as variáveis independentes a dimensão do conselho de administração (NCA) e o peso relativo dos administradores independentes no conselho de administração (%NCI).

O modelo de regressão múltipla, que relaciona as variáveis relativas à rendibilidade com as variáveis relativas ao governo das sociedades, apresenta a seguinte forma:

$$ROA = \alpha + \beta_1 NCA + \beta_2 \%NCI + e_i$$

$$ROE = \alpha + \beta_1 NCA + \beta_2 \%NCI + e_i$$

Os modelos de regressão serão calculados utilizando o método *enter* e o método *stepwise*. O objectivo do método *enter* (método dos mínimos quadrados) é verificar a existência de uma relação linear entre as variáveis em estudo. O método *stepwise* (método de inclusão progressiva de variáveis independentes), caracteriza-se por seleccionar as variáveis consideradas estatisticamente significativas para o modelo, retirando as que não possuem a referida característica.

PARTE IV – ESTUDO EMPIRICO

Com intuito de investigar a relação existente entre as variáveis de governo das sociedades e a performance financeira das empresas, foram efectuadas diversos tipos de análise tendo por objectivo caracterizar e relacionar as referidas variáveis em estudo.

7. Análise descritiva

Com o objectivo de analisar isoladamente cada uma das variáveis, em primeiro lugar será desenvolvida uma análise descritiva dos dados. Esta análise, permitirá um maior detalhe acerca do comportamento das variáveis.

7.1. Variáveis do governo das sociedades

No sentido de identificar o comportamento das variáveis, estas foram analisadas numa perspectiva temporal e enquadradas no contexto internacional, de modo a identificar e comparar a realidade portuguesa.

7.1.1. Dimensão do Conselho de Administração

O estudo dos mecanismos relacionados com o governo das sociedades tem sido fonte geradora de diversos estudos tendo por base a realidade de diversos países espalhados um pouco por todo o mundo. A fim de caracterizar a realidade portuguesa e enquadrá-la num contexto mais abrangente é apresentada a evolução do número médio de membros que compõem o conselho de administração, das empresas Portuguesas em estudo e o mesmo indicador referente à realidade de outros países.

7.1.1.1 O Contexto Português

No que diz respeito à variável em análise, é possível verificar que, o número total de membros que integram os Conselhos de Administração das entidades em estudo não sofreu alterações significativas no período compreendido entre 2003 e 2007.

No quadro seguinte, é possível verificar que o número médio de membros que integravam o conselho de administração se situava em 2003 nos 8.88, aumentando para 9.22 e 9.27 em 2006 e 2007 respectivamente.

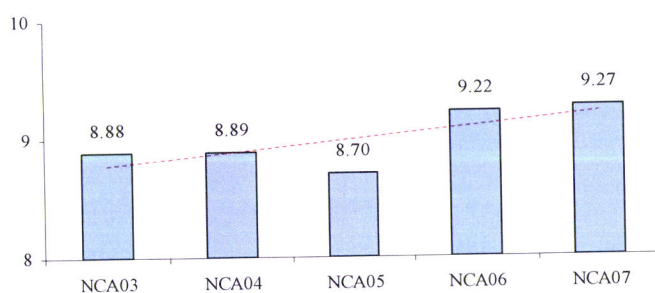
Quadro 10 – Estatísticas descritivas relativas à dimensão dos conselhos de administração em Portugal

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std.Deviation	Variance	Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error
NCA03	42	3	31	8.88	5.692	32.400	5.342	.717
NCA04	45	3	31	8.89	5.630	31.692	4.851	.695
NCA05	47	3	29	8.70	5.283	27.909	4.453	.681
NCA06	50	3	31	9.22	5.611	31.481	3.709	.662
NCA07	51	3	31	9.27	5.987	35.843	2.641	.656

Fonte: Elaboração Própria

Os dados obtidos demonstram um crescimento, ainda que pouco acentuado, na dimensão dos conselhos de administração das empresas estudadas, realidade que graficamente está patente no gráfico nº 3.

Gráfico 3 – Nº médio de membros do Conselho de Administração



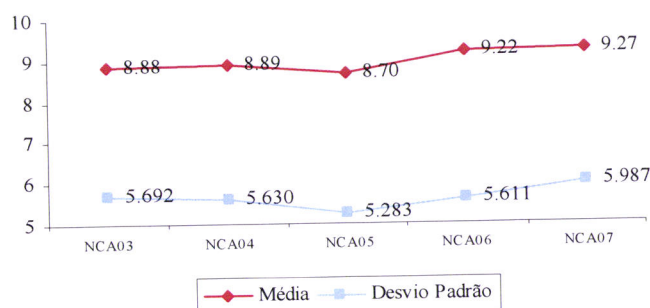
Fonte: Elaboração Própria

A dimensão dos conselhos de administração denota uma elevada heterogeneidade no que concerne ao número de membros que o compõem, como se comprova pela diferença entre o número mínimo (três) e máximo (trinta e um), sendo este facto válido para todos os anos em estudo com excepção do ano de 2005, ano cujo valor máximo se situou nos vinte e nove.

Os valores do desvio-padrão apurados são de aproximadamente 5,5, para todos os anos em estudo, denotando a existência de uma considerável variabilidade no número de administradores que compõem os conselhos de administração das sociedades em estudo.

Esta variabilidade é no entanto constante ao longo do tempo, ou seja, as empresas em estudo têm seguido um comportamento semelhante na definição do número de membros que integram os seus conselhos de administração

Gráfico 4 – Evolução do nº de membros do Conselho de Administração



Fonte: Elaboração Própria

Analisando, em termos globais, o período de 2003 a 2007, as empresas estudadas apresentam em termos médios conselhos de administração compostos por nove membros, tendo um desvio-padrão associado de aproximadamente cinco e meio.

Esta composição média vai ao encontro dos estudos de Lipton and Lorsch (1992), que encontraram evidência empírica de que o número ideal de membros do órgão de administração é tendencialmente dez. Associando este facto ao de Jensen (1993) ter concluído que os órgãos de administração com a dimensão referida são mais eficazes, permite afirmar que, as sociedades com esta composição reúnem condições para potenciar o seu desempenho financeiro.

No entanto, no caso português, ainda que a dimensão dos conselhos de administração se insira nas condições enunciadas pelos autores acima referidos, esta conclusão torna-se menos robusta face ao número mínimo e máximo de membros que integram este órgão. A elevada variabilidade encontrada impede que se conclua de forma inequívoca que as empresas cotadas na *Euronext* Lisboa possuem na generalidade uma dimensão do órgão de administração considerada como óptima por diversos autores.

7.1.1.2 Contexto Internacional

O quadro seguinte reflecte o panorama internacional em matéria de dimensão média dos conselhos de administração e pretende contribuir para situar a realidade de Portugal no contexto mundial. Para caracterizar de forma sumaria o referido contexto, recorreu-se a diversos estudos desenvolvidos nas duas últimas décadas e que possibilitam uma análise evolutiva de uma realidade em constante mutação e dependente de inúmeros factores intrínsecos a cada um dos países em análise.

Quadro 11 – Dimensão média dos conselhos de administração em 1996 e 2006

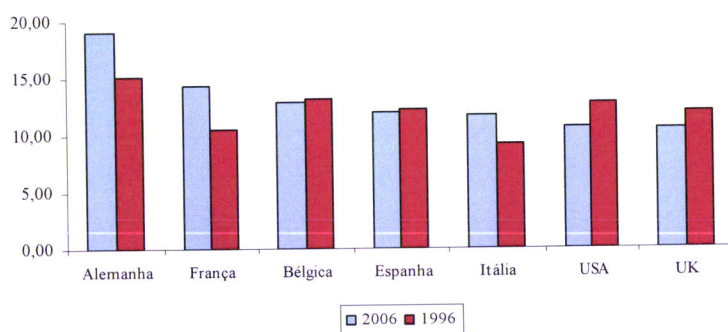
Ano	Alemanha	Espanha	Itália	UK	EUA	Bélgica	França
1996	15.1	12.3	9.2	12	12.7	13.2	10.5
2006	19.1	12	11.7	10.5	10.7	12.9	14.3

Fonte: Elaboração Própria

Os dados permitem retirar algumas conclusões interessantes, como seja o facto de se assistir a uma redução ainda que ligeira no número médio de membros do conselho de administração em países como os EUA, o Reino Unido, a Holanda e a Bélgica quando analisada a variação ao longo de uma década (1996-2006). Em sentido inverso podemos identificar países como a França, a Alemanha ou a Itália cuja dimensão média dos conselhos de administração aumentou em igual período e de acordo com os estudos analisados.

No entanto é possível denotar que as variações evidenciadas são, na generalidade dos casos, pouco significativas assistindo-se a um estabilização da dimensão média dos conselhos de administração em cada um dos países, excepção feita aos casos Alemão e Francês.

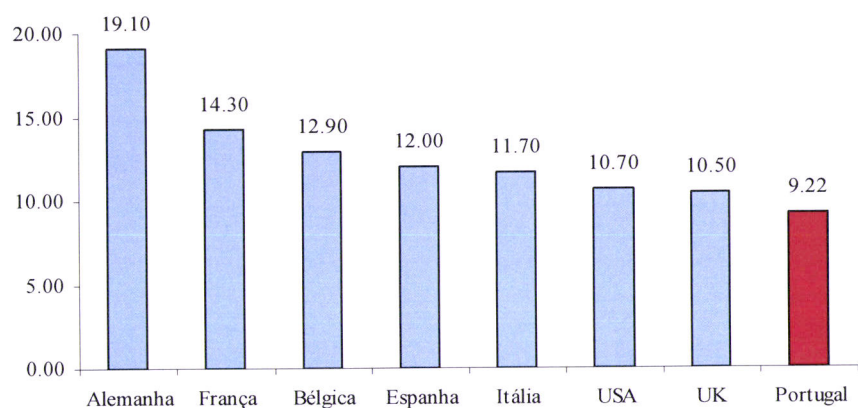
Gráfico 5 – Nº médio de membros do Conselho de Administração em 1996 e 2006



Fonte: Elaboração Própria

Procurando inserir a realidade Portuguesa no contexto internacional, é possível verificar através do gráfico seguinte que dos países referenciados Portugal é país com menor número médio de membros a integrarem o conselho de administração, a esta realidade não será alheia a dimensão das empresas nacionais.

Gráfico 6 - Nº médio de membros do Conselho de Administração em 2006



Fonte: Elaboração Própria

Após este conjunto de análises ressalta o facto de, no caso das sociedades cotadas na Euronext Lisboa, se assistir a uma estabilização da dimensão dos conselhos de administração e ressalta também o facto da realidade portuguesa não se encontrar desfasada da tendência internacional em matéria de dimensão do órgão de administração.

7.1.2. Composição do Conselho de Administração

Na sequência da metodologia anteriormente explicitada, e dada a importância relativa à problemática da independência dos membros do conselho de administração, será efectuada uma análise descritiva que permitirá caracterizar a realidade portuguesa e seguidamente enquadrá-la no panorama internacional.

7.1.2.1 O Contexto Português

Em Portugal e relativamente à independência dos membros dos conselhos de administração verifica-se, que em termos médios, o número de administradores considerados independentes à luz dos critérios da CMVM, tem vindo a diminuir ao longo do quinquénio analisado.

O quadro seguinte apresenta o número médio de administradores que possuem a característica de serem considerados como independentes.

Quadro 12 – Estatísticas descritivas relativas ao número de membros independentes nos conselhos de administração em Portugal

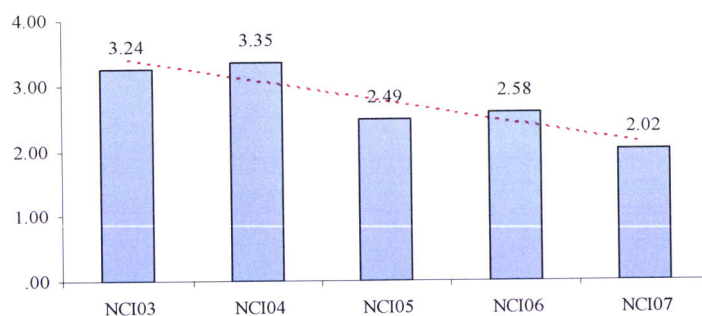
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error
NCI03	41	0	14	3,24	3,590	12,889	1,258	,724
NCI04	43	0	14	3,35	3,401	11,566	1,484	,709
NCI05	45	0	9	2,49	2,668	7,119	,028	,695
NCI06	48	0	9	2,58	2,728	7,440	,126	,674
NCI07	49	0	9	2,02	2,479	6,145	1,163	,668

Fonte: Elaboração Própria

Os dados apresentados salientam uma tendência decrescente, comparando o período compreendido entre o ano de 2003 e o ano de 2007. Em referência ao ano de 2003, é possível verificar que em média os conselhos de administração eram compostos por 3,24 administradores independentes, decrescendo esse valor em 2007 para 2,02.

Em termos de evolução anual o comportamento tem sido pautado por um inconstância no padrão evolutivo conforme o gráfico 7 demonstra, verificando-se que o número de membros independentes cresceu entre os anos de 2003 e 2004 e posteriormente entre os anos de 2005 e 2006. Comportamento inverso foi o verificado entre os anos de 2004 e 2005 e entre os anos de 2006 e 2007.

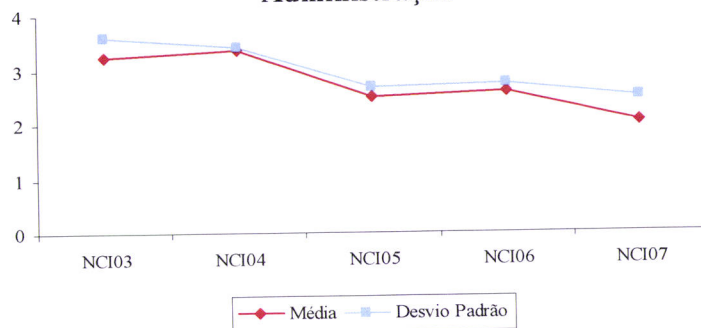
Gráfico 7 - N° médio de membros independentes do Conselho de Administração



Fonte: Elaboração Própria

A variabilidade do número de administradores independentes existentes em cada uma das empresas, medida através do desvio padrão, tem vindo a diminuir quando analisado o período entre 2003 e 2007, o que evidencia a existência de uma maior homogeneidade no seio das empresas em estudo.

Gráfico 8 – Evolução do nº de membros independentes do Conselho de Administração



Fonte: Elaboração Própria

Outro facto que assume especial relevância prende-se com o facto de existirem ainda empresas sem qualquer administrador independente na composição do seu conselho de administração, não obstante todos os esforços encetados pela CMVM no sentido de alterar este tipo de situações.

Seguindo uma metodologia semelhante à apresentada em muito trabalhos, e com intuito de melhor descrever o comportamento da variável em estudo, apresenta-se seguidamente o comportamento do peso relativo dos membros independentes na constituição dos conselhos de administração.

Conforme foi referido no capítulo referente à metodologia, esta variável foi obtida através do quociente entre o número de administradores independentes e o número total de membros que compõem o conselho de administração. Os resultados obtidos constam do quadro seguinte.

Quadro 13 – Estatísticas descritivas relativas ao peso relativo dos membros independentes nos conselhos de administração em Portugal

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error
PNCI03	41	,00	1,00	,33	,26561	,071	-,592	,724
PNCI04	43	,00	1,00	,36	,27728	,077	-,460	,709
PNCI05	45	,00	,82	,27	,25325	,064	-,856	,695
PNCI06	48	,00	,89	,26	,24675	,061	-,254	,674
PNCI07	50	,00	,67	,18	,19121	,037	-,699	,662

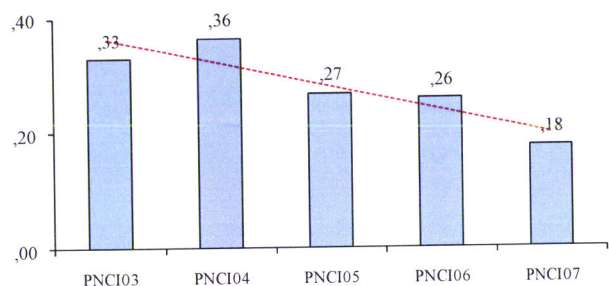
Fonte: Elaboração Própria

Os resultados permitem verificar, a existência de uma diminuição do peso relativo dos membros classificados como independentes no seio dos conselhos de administração das empresas em estudo. A constatação referida era expectável face ao referido

anteriormente, pelo facto do número médio de membros do conselho de administração apresentar uma tendência crescente, tendo um comportamento inverso o número médio de membros independentes.

Assim, em 2003, em média 33% dos membros dos conselhos de administração analisados podiam ser classificados como sendo independentes, tendo o valor obtido sido em 2004, 2005, 2006 e 2007 de 36%, 27%, 26% e 18% respectivamente.

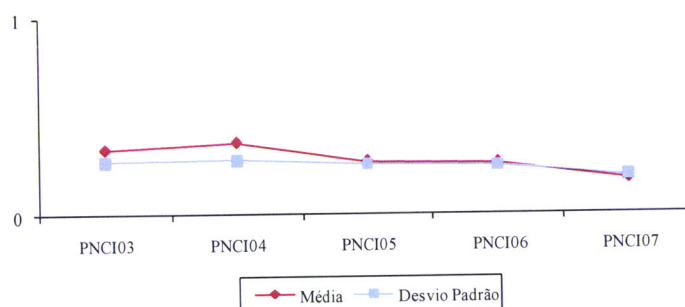
Gráfico 9 – Peso relativo dos membros independentes no Conselho de Administração



Fonte: Elaboração Própria

O valor apurado para o desvio-padrão respeitante ao peso relativo dos membros independentes, segue a mesma tendência que os valores médios encontrados para esta variável, ou seja, verifica-se uma diminuição quando comparados os anos 2003 e de 2006. Esta variação negativa, é reflexo de uma maior homogeneidade existente na estrutura tipo das sociedades analisadas, no que respeita à decisão de integrar membros independentes.

Gráfico 10 – Evolução do peso relativo dos membros independentes no Conselho de Administração



Fonte: Elaboração Própria

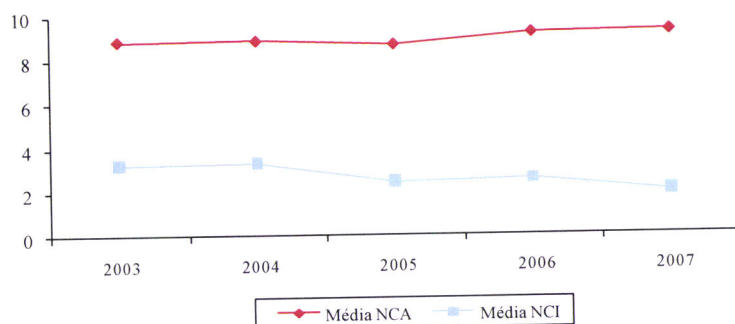
Efectuando uma análise dos resultados ao longo do período (2003-2007) é possível verificar que, em média, e durante o período referido 30% dos membros dos conselhos de administração são independentes, ou seja, aproximadamente um em cada três

membros dos conselhos de administração é considerado independente de acordo com os critérios estipulados pela CMVM.

Em suma, é possível constatar que as variáveis do governo das sociedades estudadas apresentam tendências divergentes no período compreendido entre 2003 e 2007. Assim, enquanto o número médio de membros do conselho de administração apresenta uma tendência de ligeiro crescimento, o número médio de administradores independentes e o seu peso relativo na composição dos conselhos de administração tem vindo a diminuir. Esta diminuição não seria expectável face ao conjunto de recomendações emanadas pela CMVM e face aos desenvolvimentos teóricos efectuadas relativamente ao governo das sociedades.

O gráfico seguinte ilustra o comportamento das variáveis ao longo do período e reflecte as tendências referidas ao longo da análise descritiva efectuada.

Gráfico 11 – Evolução do comportamento das variáveis



Fonte: Elaboração Própria

7.1.2.2. O Contexto Internacional

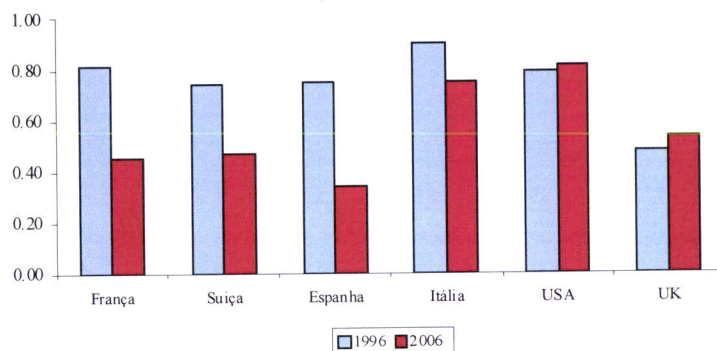
Com o intuito de efectuar a comparação da realidade portuguesa com a realidade internacional, o quadro seguinte apresenta uma caracterização sumária do peso dos membros independentes nos conselhos de administração ao longo da última década. Os dados foram obtidos através de estudos efectuados por diversos autores tendo por base as realidades de diferentes países.

Neste período, países como os EUA e o Reino Unido apresentaram um crescimento positivo no que diz respeito ao peso dos administradores independentes na composição dos conselhos de administração. Podemos verificar também, que desde 1996 os EUA

detêm um peso relativo dos administradores independentes superior em aproximadamente 30% face à realidade existente no Reino Unido.

O gráfico seguinte apresenta, além dos países já citados, um conjunto de outros países nomeadamente a Suíça, a França, a Itália e a Espanha, cujos estudos documentam uma tendência contrária aos países anteriormente analisados, isto é, uma tendência de decréscimo do peso relativo dos administradores independentes na última década.

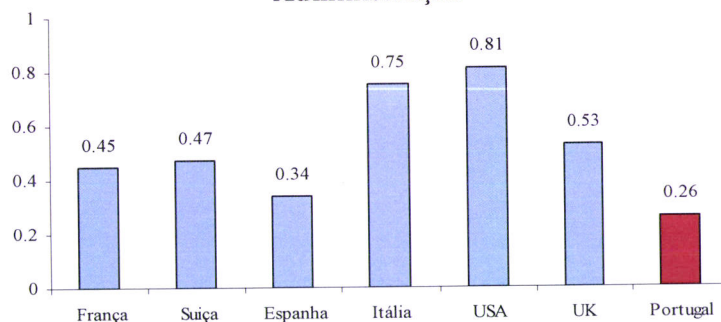
Gráfico 12 – Peso relativo dos membros independentes no Conselho de Administração em 1996 e 2006



Fonte: Elaboração Própria

Enquadrando a realidade portuguesa no contexto anteriormente descrito, o gráfico abaixo apresentado demonstra que as empresas nacionais estudadas apresentam níveis de integração de membros independentes ainda relativamente inferiores aos verificados nos EUA e em alguns países europeus em referência ao ano de 2006.

Gráfico 13 – Peso relativo dos membros independentes no Conselho de Administração



Fonte: Heidrick & Struggles (2006)

Em referência ao caso português e a divergência face à realidade internacional a empresa Heidrick & Struggles (2006) defende que estes resultados são abaixo da realidade europeia o que se deve segundo esta empresa ao facto das temáticas do

governo das sociedades serem até 2001 um assunto virtual, o que se reflecte num menor estágio evolutivo do tecido empresarial português nesta matéria.

7.2. Variáveis do desempenho financeiro

No desenvolvimento do estudo são também abordadas duas variáveis através das quais se pretende analisar o desempenho financeiro das empresas. As variáveis escolhidas foram a rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e a rentabilidade dos activos (ROA).

Com objectivo de melhor compreender a realidade das empresas analisadas e a evolução temporal das variáveis, foi efectuada a análise descritiva das mesmas, que seguidamente se apresenta.

7.2.1. Rentabilidade dos Capitais Próprios (Return on Equity)

A rentabilidade dos capitais próprios calculada através do quociente entre o resultado líquido e o valor dos capitais próprios e apresentada em termos percentuais, apresenta como seria expectável uma elevada variabilidade facilmente perceptível pelos valores extremamente elevados do desvio padrão da variável, e simultaneamente pela elevada amplitude entre os valores máximos e mínimos obtidos.

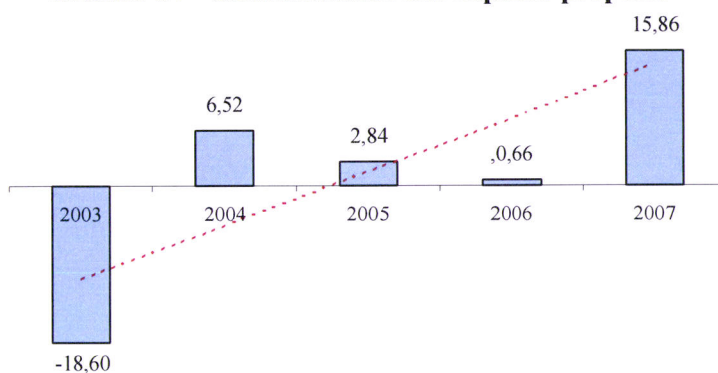
Quadro 14 – Estatísticas descritivas relativas à rentabilidade do capital próprio (ROE), para os anos 2003 a 2007

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error
ROE03	41	-281,31	75,95	-18,60	77,71	6039,56	6,02	0,72
ROE04	45	-560,92	340,75	6,52	106,51	11344,52	20,56	0,69
ROE05	47	-415,22	121,70	2,84	74,19	5504,65	23,43	0,68
ROE06	51	-383,00	56,57	0,67	71,65	5133,59	20,45	0,66
ROE07	51	-120,67	426,28	15,86	65,26	4258,68	32,93	0,66

Fonte: Elaboração Própria

Os valores médios obtidos para cada um dos anos em análise não apresentam um padrão comportamental definido, oscilando entre anos com rentabilidade médias positivas, negativas e praticamente nulas conforme o gráfico seguinte pode demonstrar.

Gráfico 14 – Rendibilidade dos capitais próprios



Fonte: Elaboração Própria

Como é possível verificar existiu um forte crescimento da rendibilidade dos capitais próprios entre 2003 e 2007 passando de -18,60 para 15,86 respectivamente, no entanto este crescimento não foi constante ao longo do período uma vez que entre 2004 e 2006 a tendência foi a inversa assistindo-se a uma diminuição do valor obtido para o indicador em análise.

Sendo esta variável calculada com base em valores contabilísticos pode sofrer enviesamentos motivados por factores independentes da sua actividade geradora de rédito ou por alterações nas políticas contabilísticas, como a verificada em 2003 com a aplicação dos normativos internacionais pelas empresas cotadas em bolsa.

7.2.2. Rendibilidade Operacional do Activos (Return on Assets)

A segunda variável de medida do desempenho financeiro das empresas foi a rendibilidade dos activos. Este indicador foi calculado através do quociente entre o resultado líquido e o total dos activos líquidos das empresas estudadas. Este indicador é apresentado em termos percentuais.

Tal como se verificou na análise feita à rendibilidade dos capitais próprios, também a rendibilidade dos activos apresenta uma elevada amplitude entre os valores mínimos e máximos observados ao longo do quinquénio analisado.

A reforçar esta ideia de heterogeneidade nas rendibilidades do activo apuradas, é possível verificar que o desvio padrão apresenta um valor elevado. No entanto é de salientar uma diminuição ao longo do período quer da amplitude dos valores obtidos

quer do valor do desvio padrão, o que indicia uma diminuição da heterogeneidade existente.

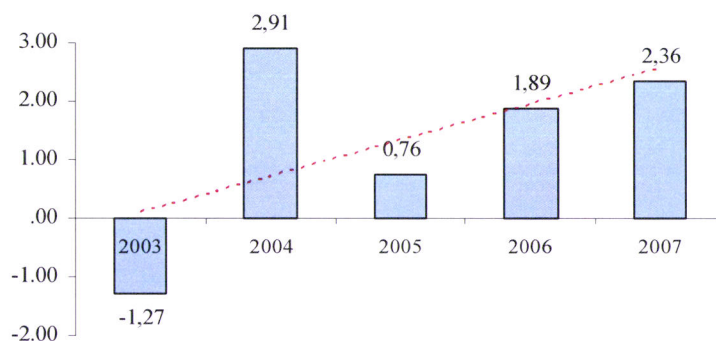
Quadro 15 – Estatísticas descritivas relativas à rentabilidade do activo (ROA), para os anos 2003 a 2007

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Variance	Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Std. Error
ROA03	41	-32,09	16,13	-1,2680	7,88464	62,168	7,203	,724
ROA04	45	-25,23	60,75	2,9111	11,49682	132,177	15,546	,695
ROA05	47	-23,00	11,16	,7570	7,02398	49,336	3,089	,681
ROA06	51	-37,73	14,47	1,8883	7,59612	57,701	14,860	,656
ROA07	51	-11,97	13,59	2,3582	4,08476	16,685	4,257	,656

Fonte: Elaboração Própria

Em termos médios, a rentabilidade do activo não tem apresentado um comportamento passível de ser tipificado, ainda assim denota uma tendência crescente quando analisado o quinquénio 2003-2007, com especial enfoque no facto de desde o ano de 2005 esse crescimento ter sido uma constante, passando de 0,76 nesse mesmo ano para 1,89 em 2006 e 2,36 em 2007.

Gráfico 15 – Rentabilidade dos Activos



Fonte: Elaboração Própria

Após a análise descritiva das variáveis em estudo é possível resumir em traços genéricos o comportamento destas de forma sucinta, assim no que diz respeito às variáveis relacionadas com o governo das sociedades, estas apresentam padrões de variação definidos e contrários entre si. Enquanto o número médio de membros que compõem o conselho de administração tem vindo a crescer ainda que de forma pouco acentuada, o número de membros independentes e o seu peso relativo na composição dos órgãos de administração tem vindo a sofrer um decréscimo ao longo do período analisado.

As variáveis relacionadas com a medida do desempenho financeiro, ao invés das referidas anteriormente apresentam uma maior variabilidade e um comportamento indefinido ao longo do tempo. Ainda assim, a rendibilidade dos activos apresenta um conjunto de valores que permitem identificar um comportamento crescente, a rendibilidade dos capitais próprios apresenta valores muito variáveis consoante o ano analisado.

8. Análise Bivariada

A análise estatística bivariada inclui métodos de análise de duas variáveis, podendo ser ou não estabelecida uma relação de causa/efeito entre elas. São exemplos típicos de métodos de análise bivariada o teste para a independência de duas variáveis, através dos coeficientes de correlação linear de Pearson, Spearman, ou Kendall's Tau_b (Reis, 1997), sendo no caso em estudo foi utilizada a correlação linear de Spearman.

8.1. A relação entre as variáveis do governo das sociedades e o desempenho financeiro

Na prossecução dos objectivos e com o intuito de validar as hipóteses formuladas e abaixo referidas, assim como averiguar a existência de uma relação entre as variáveis de governo das sociedades e a rendibilidade das empresas, e caso exista qual o impacto dessa relação, foi efectuada uma análise bivariada dos dados.

Hipótese H1 – Existe uma relação positiva entre o número de membros que integram o conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas.

H1.1 - Existe uma relação positiva entre o número de membros que integram o conselho de administração e a rendibilidade dos activos (ROA).

H1.2 - Existe uma relação positiva entre o número de membros que integram o conselho de administração e a rendibilidade dos capitais próprios (ROE).

Hipótese H2 – Existe uma relação positiva entre número de administradores independentes e o desempenho financeiro das empresas.

H2.1 - Existe uma relação positiva entre o número de administradores independentes e a rendibilidade dos activos (ROA).

H2.2 - Existe uma relação positiva entre o número de administradores independentes e a rentabilidade dos capitais próprios (ROE).

Hipótese H3 – Existe uma relação positiva entre o peso relativo dos administradores independentes e o desempenho financeiro das empresas.

H3.1 - Existe uma relação positiva entre o peso relativo dos administradores independentes e a rentabilidade dos activos (ROA).

H3.2 - Existe uma relação positiva entre o peso relativo dos administradores independentes e a rentabilidade dos capitais próprios (ROE).

A relação entre as variáveis no ano de 2003

Em referência ao ano de 2003, o quadro seguinte apresenta os coeficientes de correlação obtidos e como é possível verificar não existe qualquer coeficiente de correlação estatisticamente significativa referente às variáveis em estudo.

Quadro 16 – Coeficientes de correlação relativos ao ano de 2003

			Correlations				
			NCA03	NCI03	%NCI03	ROA03	ROE03
Spearman's rho	NCA03	Correlation Coefficient	1.000	.590**	.240	.175	.120
		Sig. (2-tailed)	.	.000	.131	.275	.455
		N	42	41	41	41	41
	NCI03	Correlation Coefficient	.590**	1.000	.879**	.168	.085
		Sig. (2-tailed)	.000	.	.000	.300	.600
		N	41	41	41	40	40
	%NCI03	Correlation Coefficient	.240	.879**	1.000	.154	.060
		Sig. (2-tailed)	.131	.000	.	.344	.714
		N	41	41	41	40	40
	ROA03	Correlation Coefficient	.175	.168	.154	1.000	.825**
		Sig. (2-tailed)	.275	.300	.344	.	.000
		N	41	40	40	41	41
	ROE03	Correlation Coefficient	.120	.085	.060	.825**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.455	.600	.714	.000	.
		N	41	40	40	41	41

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Os resultados relativos ao ano de 2003 não permitem validar as hipóteses 1, 2 e 3 em referência ao período.

A relação entre as variáveis no ano de 2004

Os resultados obtidos para o ano de 2004 não diferem dos obtidos para o ano anterior, não se verificando qualquer nível de correlação estatisticamente significativo entre as variáveis.

Quadro 17 – Coeficientes de correlação relativos ao ano de 2004

			Correlations				
			NCA04	NCI04	%NCI04	ROE04	ROA04
Spearman's rho	NCA04	Correlation Coefficient	1.000	,543**	,068	-.011	,015
		Sig. (2-tailed)		,000	,663	,945	,922
		N	45	43	43	45	45
	NCI04	Correlation Coefficient	,543**	1.000	,819**	,029	,077
		Sig. (2-tailed)	,000		,000	,854	,623
		N	43	43	43	43	43
	%NCI04	Correlation Coefficient	,068	,819**	1.000	,028	,095
		Sig. (2-tailed)	,663	,000		,857	,546
		N	43	43	43	43	43
	ROE04	Correlation Coefficient	-.011	,029	,028	1.000	,669**
		Sig. (2-tailed)	,945	,854	,857		,000
		N	45	43	43	45	45
	ROA04	Correlation Coefficient	,015	,077	,095	,669**	1.000
		Sig. (2-tailed)	,922	,623	,546	,000	
		N	45	43	43	45	45

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Os valores constantes no quadro anterior não permite validar as hipóteses número 1,2 e 3 em relação ao ano de 2004.

A relação entre as variáveis no ano de 2005

Os resultados constantes no quadro abaixo apresentado evidenciam uma relação estatisticamente significativa entre o número total de membros que compõe o conselho de administração e ambas as variáveis de desempenho financeiro (ROA, ROE).

Os coeficientes de correlação obtidos para a relação entre as variáveis anteriormente referidas são estatisticamente significantes para a um nível de 5% em ambos os casos. O coeficiente de correlação entre o número total de membros do conselho de administração e a rendibilidade dos activos é de 0,312, sendo que para a relação entre a referida variável de governo das sociedades e a rendibilidade dos capitais próprios assume o valor de 0,317. Em ambos os casos verifica-se a existência de uma relação positiva entre as variáveis.

Quadro 18 – Coeficientes de correlação relativos ao ano de 2005

			Correlations				
			NCA05	NCI05	%NCI05	ROA05	ROE05
Spearman's rho	NCA05	Correlation Coefficient	1.000	,575**	.207	,312*	,317*
		Sig. (2-tailed)		.000	.172	.033	.030
		N	47	45	45	47	47
	NCI05	Correlation Coefficient	,575**	1.000	,877**	.240	.273
		Sig. (2-tailed)	.000		.000	.112	.070
		N	45	45	45	45	45
	%NCI05	Correlation Coefficient	.207	,877**	1.000	.211	.184
		Sig. (2-tailed)	.172	.000		.165	.226
		N	45	45	45	45	45
	ROA05	Correlation Coefficient	,312*	.240	.211	1.000	,604**
		Sig. (2-tailed)	.033	.112	.165		.000
		N	47	45	45	47	47
	ROE05	Correlation Coefficient	,317*	.273	.184	,604**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.030	.070	.226	.000	
		N	47	45	45	47	47

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Os resultados permitem validar a hipótese 1 e as sub-hipóteses 1.1 e 1.2 para o ano de 2005. Sobre as demais hipóteses não é possível efectuar a sua validação face aos resultados obtidos.

A relação entre as variáveis no ano de 2006

Conforme o quadro seguinte mostra não foi possível encontrar qualquer correlação estatisticamente significativa entre as variáveis referentes ao ano de 2006.

Quadro 19 – Coeficientes de correlação relativos ao ano de 2006

			Correlations				
			NCA06	NCI06	%NCI06	ROA06	ROE06
Spearman's rho	NCA06	Correlation Coefficient	1.000	,619**	.280	.188	.176
		Sig. (2-tailed)		.000	.054	.190	.221
		N	50	48	48	50	50
	NCI06	Correlation Coefficient	,619**	1.000	,893**	.022	.026
		Sig. (2-tailed)	.000		.000	.884	.860
		N	48	48	48	48	48
	%NCI06	Correlation Coefficient	.280	,893**	1.000	-.085	-.078
		Sig. (2-tailed)	.054	.000		.567	.598
		N	48	48	48	48	48
	ROA06	Correlation Coefficient	.188	.022	-.085	1.000	,592**
		Sig. (2-tailed)	.190	.884	.567		.000
		N	50	48	48	51	51
	ROE06	Correlation Coefficient	.176	.026	-.078	,592**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.221	.860	.598	.000	
		N	50	48	48	51	51

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Os resultados constantes do quadro anterior não permitem validar as hipóteses número 1,2 e 3 em relação ao ano de 2006.

A relação entre as variáveis no ano de 2007

Os resultados obtidos para o ano de 2007, permitem verificar a existência de diversas correlações estatisticamente significativas entre as variáveis.

O nível de correlação entre a variável respeitante ao número total de membros do conselho de administração e o desempenho financeiro medido quer através da rendibilidade dos activos, quer da rendibilidade dos capitais próprios é estatisticamente significativo a um nível de 1%. Este facto evidencia uma relação positiva entre a variável do governo das sociedades (NCA) e o desempenho financeiro (ROA e ROE).

A variável relativa ao número de membros independentes que integram conselho de administração, apresentam também uma relação estatisticamente significativa com as variáveis de desempenho financeiro. Esta relação entre as variáveis apresenta um sinal positivo e possui significância estatística para um nível de 5%.

Quadro 20 – Coeficientes de correlação relativos ao ano de 2007

			Correlations				
			NCA07	NCI07	%NCI07	ROA07	ROE07
Spearman's rho	NCA07	Correlation Coefficient	1.000	,721**	,436**	,406**	,411**
		Sig. (2-tailed)		.000	.002	.003	.003
		N	51	49	50	51	51
	NCI07	Correlation Coefficient	,721**	1.000	,904**	,335*	,315*
		Sig. (2-tailed)	.000		.000	.019	.028
		N	49	49	49	49	49
	%NCI07	Correlation Coefficient	,436**	,904**	1.000	.237	.169
		Sig. (2-tailed)	.002	.000		.098	.240
		N	50	49	50	50	50
	ROA07	Correlation Coefficient	,406**	,335*	.237	1.000	,568**
		Sig. (2-tailed)	.003	.019	.098		.000
		N	51	49	50	51	51
	ROE07	Correlation Coefficient	,411**	,315*	.169	,568**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.003	.028	.240	.000	
		N	51	49	50	51	51

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Os factos evidenciados no quadro anterior permitem validar as hipóteses 1 e 2, tal como as sub-hipoteses 1.1, 1.2, 2.1 e 2.2. As restantes hipóteses e sub-hipóteses formuladas não são passíveis de ser validadas face aos resultados obtidos para o ano de 2007.

Em suma, e procurando sistematizar e sintetizar as conclusões obtidas através da análise bivariada foi construído o quadro seguinte:

Quadro 21 – Quadro resumo dos resultados obtidos nos diversos anos

	Hipótese 1			Hipótese 2			Hipótese 3		
	H1.1	H1.2	H1.3	H2.1	H2.2	H2.3	H3.1	H3.2	H3.3
2003									
2004									
2005	+	+							
2006									
2007	+	+		+	+				

Fonte: Elaboração Própria

O quadro evidencia quais as relações estatisticamente significativas e sua natureza e consequentes hipóteses que foram validadas com recurso à análise bivariada. Assim é possível concluir que existe uma relação positiva entre a dimensão dos conselhos de administração e o desempenho das empresas cotadas na Euronext Lisboa nos anos de 2005 e 2007. Neste último ano foi possível verificar também a existência de uma relação positiva entre o número de membros independentes que integram o conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas.

Relativamente às restantes hipóteses formuladas conclui-se pelos resultados da análise bivariada que não existe qualquer relação estatisticamente significativa.

8.2. A influência do sector de actividade na relação entre as variáveis do governo das sociedades e o desempenho financeiro

À semelhança do defendido por diversos autores conforme foi referido anteriormente, o sector de actividade em que as empresas se inserem pode ser um factor crítico na relação entre as variáveis em estudo, nesse sentido foi efectuada uma nova análise bivariada sendo a população dividida em função do sector de actividade a que pertencem. Esta nova análise permitirá verificar se as conclusões já obtidas são genéricas para todo o universo das empresas cotadas na Euronext Lisboa, ou se pelo contrario, existem conclusões diferenciadas consoante o sector de actividade.

As empresas foram divididas em três sectores (anexo B), do seguinte modo:

Quadro 22 – Sectores de Actividade utilizados

Cód.	Sector de Actividade
1	Indústria
2	Financeiro
3	Serviços e Tecnologia

Após o agrupamento das empresas nos três sectores acima referidos, o primeiro denominado sector da indústria é composto por 24 empresas, o segundo denominado sector financeiro é composto por 8 empresas e o terceiro denominado sector dos serviços e tecnologia é composto por 20 empresas.

Antes de iniciar a análise bivariada e com o intuito de caracterizar cada um dos três sectores em que as empresas foram agrupadas comparando-os com os valores globais médios, foram elaborados os quadros seguintes que contemplam informação sobre valores médios para cada um dos sectores:

Quadro 23 – Estatísticas Descritivas Anuais por Sector de Actividade

2003					2004				
	Global	S1	S2	S3	Global	S1	S2	S3	
NCA	8.88	7.56	15.33	8.06	8.89	7.70	15.00	8.21	
NCI	3.24	2.94	5.33	2.82	3.35	3.32	5.00	2.83	
%NCI	.33	.36	.30	.31	.36	.44	.29	.32	
ROA	-1.27	-1.47	.57	-1.69	2.91	-.01	.63	6.71	
ROE	-18.60	-27.43	12.08	-20.49	6.52	-26.90	13.06	39.63	

2005					2006				
	Global	S1	S2	S3	Global	S1	S2	S3	
NCA	8.70	7.50	14.50	8.26	9.22	8.13	15.57	8.26	
NCI	2.49	2.33	3.17	2.44	2.58	2.13	4.57	.30	
%NCI	.27	.30	.18	.27	.26	.24	.25	2.39	
ROA	.76	.93	.79	.55	1.89	.35	1.07	4.03	
ROE	2.84	4.89	16.73	-3.92	.67	-21.45	17.88	21.19	

2007				
	Global	S1	S2	S3
NCA	9.27	8.00	14.38	8.73
NCI	2.02	1.22	4.00	2.17
%NCI	.18	.14	.21	.22
ROA	2.36	1.59	.98	3.91
ROE	15.86	17.55	13.14	14.88

Fonte: Elaboração Própria

Em termos médios é possível constatar que o sector 2 (financeiro) apresenta uma dimensão do conselho de administração muito superior, quer aos restantes sectores, quer ao valor médio obtido para a totalidade da população. Também no que diz respeito ao número de membros independentes que integram o conselho de administração é este mesmo sector que apresenta valores médios mais elevados e superiores à media global, não obstante quando analisado o peso relativo dos referidos membros na composição dos conselhos de administração essa tendência desaparece. A elevada dimensão dos conselhos de administração das empresas do sector financeiro leva a que o peso dos

membros independentes no seu seio se dilua e apresente valores consonantes com a média global.

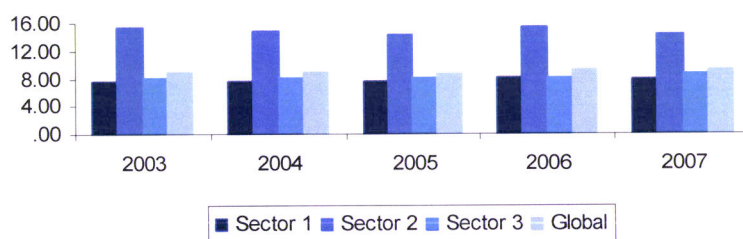
Os sectores 1 (indústria) e 3 (serviços e tecnologia) apresentam valores médios muito semelhantes aos apurados em termos globais não apresentando uma grande variabilidade.

No que respeita às rendibilidades, uma vez mais o sector 2 (financeiro) salienta-se por ser o único que apresenta uma rendibilidade do activo e uma rendibilidade dos capitais próprios sempre positiva ao longo do período, os demais sectores apresentam resultados que oscilam entre valores positivos e negativos ao longo do período.

Os gráficos apresentados em baixo permitem analisar o comportamento das variáveis de governo das sociedades, no quinquénio 2003-2007, localizando-as face à evolução dos valores médios globais para o mesmo período.

As empresas do sector 2 (financeiro), apresentam uma dimensão média do conselho de administração bastante superior à dos restantes sector e bastante acima do valor médio global.

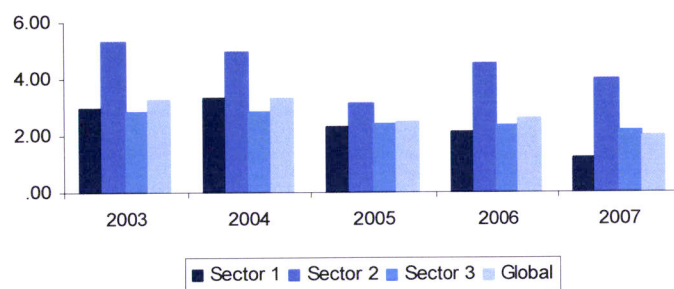
Gráfico 16 – Dimensão do Conselho de Administração por sector de actividade



Fonte: Elaboração Própria

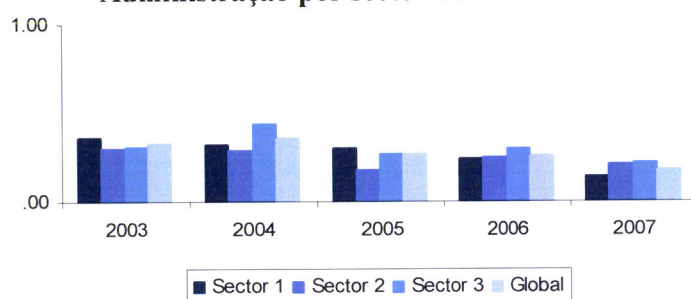
Novamente, o sector 2 destaca-se dos demais sectores, e da média global, pelo maior número de membros independentes integrados no órgão de administração. Este facto deriva da maior dimensão média dos conselhos de administração das empresas que integram o referido sector, visto que o gráfico 18 permite verificar que em termos relativos este é o sector em cujo peso dos membros independentes é menor, sendo inferior à média global. Neste particular é nas empresas do sector 3 (serviços e tecnologia) que os administradores independentes têm uma peso relativo maior na composição dos conselhos de administração.

Gráfico 17 – N° dos membros independentes no Conselho de Administração por sector de actividade



Fonte: Elaboração Própria

Gráfico 18 – Peso relativo dos membros independentes no Conselho de Administração por sector de actividade



Fonte: Elaboração Própria

Em termos evolutivos e em referência à análise sectorial não existem grandes considerações a efectuar, sendo as variações existentes pouco relevantes e sem uma tendência claramente definida.

Seguidamente será efectuada uma análise bivariada, para cada um dos anos analisados, e em função do sector de actividade, com intuito de procurar validar a seguinte hipótese:

Hipótese H4 – O sector de actividade a que pertence a empresa influencia positivamente a relação entre as variáveis.

H4.1 - O sector de actividade a que pertence a empresa influencia positivamente a relação entre o número de membros que integram o conselho de administração e o desempenho financeiro.

H4.2 - O sector de actividade a que pertence a empresa influencia positivamente a relação entre o número de administradores independentes e o desempenho financeiro.

H4.3 – O sector de actividade a que pertence a empresa influencia positivamente a relação entre o peso relativo dos administradores independentes e o desempenho financeiro.

A influência do sector de actividade na relação entre as variáveis em 2003

Para o ano de 2003 não foi encontrada qualquer correlação estatisticamente significativa entre as variáveis, conforme os quadros seguintes demonstram (Quadro 24, 25 e 26). Este facto vai ao encontro das conclusões obtidas quando analisados os coeficientes de correlação relativos à totalidade das empresas.

Quadro 24 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 1

			Correlations				
			NCA03	NCI03	%NCI03	ROA03	ROE03
Spearman's rho	NCA03	Correlation Coefficient	1.000	.539*	.223	.278	.145
		Sig. (2-tailed)	.	.021	.374	.280	.580
		N	18	18	18	17	17
	NCI03	Correlation Coefficient	.539*	1.000	.923**	.095	-.100
		Sig. (2-tailed)	.021	.	.000	.718	.704
		N	18	18	18	17	17
	%NCI03	Correlation Coefficient	.223	.923**	1.000	-.002	-.190
		Sig. (2-tailed)	.374	.000	.	.993	.466
		N	18	18	18	17	17
	ROA03	Correlation Coefficient	.278	.095	-.002	1.000	.836**
		Sig. (2-tailed)	.280	.718	.993	.	.000
		N	17	17	17	17	17
	ROE03	Correlation Coefficient	.145	-.100	-.190	.836**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.580	.704	.466	.000	.
		N	17	17	17	17	17

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Quadro 25 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 2

			Correlations				
			NCA03	NCI03	%NCI03	ROA03	ROE03
Spearman's rho	NCA03	Correlation Coefficient	1.000	.812*	.116	.371	.543
		Sig. (2-tailed)	.	.050	.827	.468	.266
		N	6	6	6	6	6
	NCI03	Correlation Coefficient	.812*	1.000	.647	.058	.319
		Sig. (2-tailed)	.050	.	.165	.913	.538
		N	6	6	6	6	6
	%NCI03	Correlation Coefficient	.116	.647	1.000	-.290	-.087
		Sig. (2-tailed)	.827	.165	.	.577	.870
		N	6	6	6	6	6
	ROA03	Correlation Coefficient	.371	.058	-.290	1.000	.829*
		Sig. (2-tailed)	.468	.913	.577	.	.042
		N	6	6	6	6	6
	ROE03	Correlation Coefficient	.543	.319	-.087	.829*	1.000
		Sig. (2-tailed)	.266	.538	.870	.042	.
		N	6	6	6	6	6

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Quadro 26 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 3

			Correlations				
			NCA03	NCI03	%NCI03	ROA03	ROE03
Spearman's rho	NCA03	Correlation Coefficient	1.000	.562*	.363	.133	.010
		Sig. (2-tailed)	.	.019	.152	.598	.967
		N	18	17	17	18	18
	NCI03	Correlation Coefficient	.562*	1.000	.931**	.218	.152
		Sig. (2-tailed)	.019	.	.000	.401	.561
		N	17	17	17	17	17
	%NCI03	Correlation Coefficient	.363	.931**	1.000	.289	.270
		Sig. (2-tailed)	.152	.000	.	.261	.294
		N	17	17	17	17	17
	ROA03	Correlation Coefficient	.133	.218	.289	1.000	.889**
		Sig. (2-tailed)	.598	.401	.261	.	.000
		N	18	17	17	18	18
	ROE03	Correlation Coefficient	.010	.152	.270	.889**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.967	.561	.294	.000	.
		N	18	17	17	18	18

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

No ano de 2003, o factor sector não influencia a relação entre as variáveis, dado que a análise sector a sector não evidenciou correlações distintas em nenhum dos sub-grupos analisados, pelo que não é possível verificar estatisticamente a hipótese H4 em qualquer uma das suas sub-hipóteses.

A influência do sector de actividade na relação entre as variáveis em 2004

Analisados os dados referentes ao ano de 2004, destaca-se o facto de se ter obtido uma correlação estatisticamente significativa entre o peso relativo dos membros independentes na composição dos conselhos de administração e a rendibilidade dos capitais próprios. Esta correlação é válida somente para as empresas que integram o sector nº3 para um nível de significância de 5%.

Quadro 27 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 1

			Correlations				
			NCA04	NCI04	%NCI04	ROA04	ROE04
Spearman's rho	NCA04	Correlation Coefficient	1.000	.312	-.172	.289	.101
		Sig. (2-tailed)	.	.194	.480	.216	.672
		N	20	19	19	20	20
	NCI04	Correlation Coefficient	.312	1.000	.839**	.114	-.148
		Sig. (2-tailed)	.194	.	.000	.643	.545
		N	19	19	19	19	19
	%NCI04	Correlation Coefficient	-.172	.839**	1.000	-.040	-.226
		Sig. (2-tailed)	.480	.000	.	.869	.353
		N	19	19	19	19	19
	ROA04	Correlation Coefficient	.289	.114	-.040	1.000	.770**
		Sig. (2-tailed)	.216	.643	.869	.	.000
		N	20	19	19	20	20
	ROE04	Correlation Coefficient	.101	-.148	-.226	.770**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.672	.545	.353	.000	.
		N	20	19	19	20	20

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Quadro 28 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 2

			Correlations				
			NCA04	NCI04	%NCI04	ROA04	ROE04
Spearman's rho	NCA04	Correlation Coefficient	1.000	.794	.088	.277	.319
		Sig. (2-tailed)	.	.059	.868	.595	.538
		N	6	6	6	6	6
	NCI04	Correlation Coefficient	.794	1.000	.647	.062	-.145
		Sig. (2-tailed)	.059	.	.165	.908	.784
		N	6	6	6	6	6
	%NCI04	Correlation Coefficient	.088	.647	1.000	-.308	-.667
		Sig. (2-tailed)	.868	.165	.	.553	.148
		N	6	6	6	6	6
	ROA04	Correlation Coefficient	.277	.062	-.308	1.000	.698
		Sig. (2-tailed)	.595	.908	.553	.	.123
		N	6	6	6	6	6
	ROE04	Correlation Coefficient	.319	-.145	-.667	.698	1.000
		Sig. (2-tailed)	.538	.784	.148	.123	.
		N	6	6	6	6	6

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Quadro 29 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 3

			Correlations				
			NCA04	NCI04	%NCI04	ROA04	ROE04
Spearman's rho	NCA04	Correlation Coefficient	1.000	.652**	.346	-.206	-.159
		Sig. (2-tailed)	.	.003	.160	.398	.515
		N	19	18	18	19	19
	NCI04	Correlation Coefficient	.652**	1.000	.882**	.058	.345
		Sig. (2-tailed)	.003	.	.000	.820	.161
		N	18	18	18	18	18
	%NCI04	Correlation Coefficient	.346	.882**	1.000	.214	.556**
		Sig. (2-tailed)	.160	.000	.	.393	.017
		N	18	18	18	18	18
	ROA04	Correlation Coefficient	-.206	.058	.214	1.000	.595**
		Sig. (2-tailed)	.398	.820	.393	.	.007
		N	19	18	18	19	19
	ROE04	Correlation Coefficient	-.159	.345	.556**	.595**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.515	.161	.017	.007	.
		N	19	18	18	19	19

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

O referido coeficiente de correlação ascende a 0,556 e para as empresas do sector 3 (serviços e tecnologia), no ano de 2004, permite a validação da sub-hipótese H4.3. As demais sub-hipóteses em estudo não são passíveis de ser verificadas através dos resultados obtidos.

A influência do sector de actividade na relação entre as variáveis em 2005

Para o sector 1 (indústria), os dados do ano de 2005 evidenciam uma correlação estatisticamente significativa entre a dimensão do conselho de administração e as rendibilidades dos capitais próprios e do activo. Na primeira relação evidenciada esta assume um coeficiente de correlação de 0.446 para um nível de significância de 5%. No

segundo caso a correlação entre as variáveis é de 0,541 para um nível de significância de 1%.

Quadro 30 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 1

			Correlations				
			NCA05	NCI05	%NCI05	ROE05	ROA05
Spearman's rho	NCA05	Correlation Coefficient	1.000	.466*	.193	.446*	.541**
		Sig. (2-tailed)	.	.033	.401	.037	.009
		N	22	21	21	22	22
	NCI05	Correlation Coefficient	.466*	1.000	.931**	-.096	.072
		Sig. (2-tailed)	.033	.	.000	.678	.757
		N	21	21	21	21	21
	%NCI05	Correlation Coefficient	.193	.931**	1.000	-.259	-.074
		Sig. (2-tailed)	.401	.000	.	.257	.750
		N	21	21	21	21	21
	ROE05	Correlation Coefficient	.446*	-.096	-.259	1.000	.547**
		Sig. (2-tailed)	.037	.678	.257	.	.008
		N	22	21	21	22	22
	ROA05	Correlation Coefficient	.541**	.072	-.074	.547**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.009	.757	.750	.008	.
		N	22	21	21	22	22

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

No sector 2 (financeiro) não se verifica qualquer nível de correlação estatisticamente significativo, pelo que não se retira qualquer conclusão relativamente à relação entre as variáveis, contrariando os resultados obtidos quando considerada a totalidade da população.

Quadro 31 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 2

			Correlations				
			NCA05	NCI05	%NCI05	ROA05	ROE05
Spearman's rho	NCA05	Correlation Coefficient	1.000	.638	.348	-.116	.086
		Sig. (2-tailed)	.	.173	.499	.827	.872
		N	6	6	6	6	6
	NCI05	Correlation Coefficient	.638	1.000	.941**	-.015	.406
		Sig. (2-tailed)	.173	.	.005	.978	.425
		N	6	6	6	6	6
	%NCI05	Correlation Coefficient	.348	.941**	1.000	.074	.464
		Sig. (2-tailed)	.499	.005	.	.890	.354
		N	6	6	6	6	6
	ROA05	Correlation Coefficient	-.116	-.015	.074	1.000	.812*
		Sig. (2-tailed)	.827	.978	.890	.	.050
		N	6	6	6	6	6
	ROE05	Correlation Coefficient	.086	.406	.464	.812*	1.000
		Sig. (2-tailed)	.872	.425	.354	.050	.
		N	6	6	6	6	6

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

O sector 3 (serviços e tecnologia) difere dos resultados obtidos quando analisada a totalidade da população pois não só não evidencia qualquer relação entre o número total de membros do conselho de administração e o desempenho financeiro, como apresenta correlações estatisticamente significantes com as variáveis número de membros

independentes que integram o conselho de administração e peso relativo dos referidos membros.

A relação entre a variável rendibilidade do capital próprio e o número de membros independentes que integram o conselho de administração assume um coeficiente de 0,584 para um nível de significância de 5%. A mesma variável de medida do desempenho financeira apresenta um coeficiente de correlação de 0,728 para um nível de significância de 1% quando relacionada com o peso relativo dos membros independentes que integram o órgão de administração.

A rendibilidade do activo e peso relativo dos membros independentes que integram o órgão de administração apresentam também um coeficiente de correlação de 0,582 para um intervalo de confiança de 95%.

Quadro 32 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 3

			Correlations				
			NCA05	NCI05	%NCI05	ROA05	ROE05
Spearman's rho	NCA05	Correlation Coefficient	1.000	,687**	,300	,162	,191
		Sig. (2-tailed)	.	,002	,227	,507	,433
		N	19	18	18	19	19
	NCI05	Correlation Coefficient	,687**	1.000	,819**	,465	,584
		Sig. (2-tailed)	,002	.	,000	,052	,011
		N	18	18	18	18	18
	%NCI05	Correlation Coefficient	,300	,819**	1.000	,582	,728**
		Sig. (2-tailed)	,227	,000	.	,011	,001
		N	18	18	18	18	18
	ROA05	Correlation Coefficient	,162	,465	,582*	1.000	,682**
		Sig. (2-tailed)	,507	,052	,011	.	,001
		N	19	18	18	19	19
	ROE05	Correlation Coefficient	,191	,584*	,728**	,682**	1.000
		Sig. (2-tailed)	,433	,011	,001	,001	.
		N	19	18	18	19	19

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

No ano de 2005 os dados permitem verificar as sub-hipóteses H4.1 para o sector 1, H4.2 e H4.3 para o sector 3 (serviços e tecnologia). No caso da sub-hipótese H4.2 esta só é validada quando se considera como medida de desempenho financeiro a rendibilidade do capital próprio, sendo que as restantes sub-hipóteses são validadas para ambas as medidas de desempenho financeiro utilizadas.

Comparativamente aos dados obtidos na análise à totalidade da população, verifica-se que a conclusão aí obtida apenas é válida para o sector 1 (indústria), mais se acrescenta que no caso do sector 3 (serviços e tecnologia) são referenciadas três novas correlações estatisticamente significativas não verificadas aquando da análise global dos dados.

A influência do sector de actividade na relação entre as variáveis em 2006

Os resultados referentes a 2006 evidenciam, desde logo uma correlação estatisticamente relevante entre a dimensão do conselho de administração e a rendibilidade do activo para o sector 1 (indústria). Esta correlação assume um coeficiente de 0,434 para um nível de significância de 5%.

Quadro 33 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 1

			Correlations				
			NCA06	NCI06	%NCI06	ROA06	ROE06
Spearman's rho	NCA06	Correlation Coefficient	1.000	.558**	.432*	.434*	.377
		Sig. (2-tailed)		.006	.039	.034	.069
		N	24	23	23	24	24
	NCI06	Correlation Coefficient	.558**	1.000	.978**	.186	.048
		Sig. (2-tailed)	.006		.000	.395	.829
		N	23	23	23	23	23
	%NCI06	Correlation Coefficient	.432*	.978**	1.000	.081	-.063
		Sig. (2-tailed)	.039	.000		.713	.775
		N	23	23	23	23	23
	ROE06	Correlation Coefficient	.434*	.186	.081	1.000	.827**
		Sig. (2-tailed)	.034	.395	.713		.000
		N	24	23	23	24	24
	ROA06	Correlation Coefficient	.377	.048	-.063	.827**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.069	.829	.775	.000	
		N	24	23	23	24	24

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Nos restantes sectores não se verifica qualquer relação estatisticamente significativa entre as variáveis estudadas, conforme as tabelas seguintes o demonstram..

Quadro 34 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 2

			Correlations				
			NCA06	NCI06	%NCI06	ROA06	ROE06
Spearman's rho	NCA06	Correlation Coefficient	1.000	.600	.342	-.179	.071
		Sig. (2-tailed)		.154	.452	.702	.879
		N	7	7	7	7	7
	NCI06	Correlation Coefficient	.600	1.000	.954**	-.145	.255
		Sig. (2-tailed)	.154		.001	.756	.582
		N	7	7	7	7	7
	%NCI06	Correlation Coefficient	.342	.954**	1.000	-.036	.288
		Sig. (2-tailed)	.452	.001		.939	.531
		N	7	7	7	7	7
	ROA06	Correlation Coefficient	-.179	-.145	-.036	1.000	.571
		Sig. (2-tailed)	.702	.756	.939		.180
		N	7	7	7	7	7
	ROE06	Correlation Coefficient	.071	.255	.288	.571	1.000
		Sig. (2-tailed)	.879	.582	.531	.180	
		N	7	7	7	7	7

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Quadro 35 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 3

Correlations			NCA06	NCI06	%NCI06	ROA06	ROE06
Spearman's rho	NCA06	Correlation Coefficient	1.000	.614**	-.044	.077	-.169
		Sig. (2-tailed)		.007	.861	.753	.489
		N	19	18	18	19	19
	NCI06	Correlation Coefficient	.614**	1.000	.689**	-.049	-.111
		Sig. (2-tailed)	.007		.002	.847	.662
		N	18	18	18	18	18
	%NCI06	Correlation Coefficient	-.044	.689**	1.000	-.384	-.231
		Sig. (2-tailed)	.861	.002		.116	.357
		N	18	18	18	18	18
	ROA06	Correlation Coefficient	.077	-.049	-.384	1.000	.498*
		Sig. (2-tailed)	.753	.847	.116		.026
		N	19	18	18	20	20
	ROE06	Correlation Coefficient	-.169	-.111	-.231	.498*	1.000
		Sig. (2-tailed)	.489	.662	.357	.026	
		N	19	18	18	20	20

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Os resultados globais são influenciados pelo peso dos sectores financeiro (sector 2) e dos serviços e tecnologia (sector 3), visto que quando analisados isoladamente as empresas que integram o sector 1 evidenciam uma relação com significância estatística, conforme referido anteriormente.

A relação permite validar a sub-hipótese H4.1 ainda que parcialmente, uma vez que a relação apenas se verifica com a rendibilidade do activo e para o sector da indústria (sector 1).

A influência do sector de actividade na relação entre as variáveis em 2007

No ano de 2007 foram obtidas correlações nos três sectores considerados e em referência às diversas variáveis em estudo.

No que diz respeito ao sector 1 (indústria) verifica-se a existência de correlações estatisticamente significativas entre a variável dimensão do conselho de administração e as variáveis de desempenho financeiro.

Os resultados encontrados são robustos, sendo de 0.777 para a rendibilidade do activo e 0,551 para a rendibilidade do capital próprio, ambas sendo significativas para um nível de confiança de 99%.

Quadro 36 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 1

			Correlations				
			NCA07	NCI07	%NCI07	ROA07	ROE07
Spearman's rho	NCA07	Correlation Coefficient	1.000	.622**	.366	.777**	.551**
		Sig. (2-tailed)		.002	.078	.000	.005
		N	24	23	24	24	24
	NCI07	Correlation Coefficient	.622**	1.000	.929**	.381	.289
		Sig. (2-tailed)	.002		.000	.073	.181
		N	23	23	23	23	23
	%NCI07	Correlation Coefficient	.366	.929**	1.000	.109	.047
		Sig. (2-tailed)	.078	.000		.612	.826
		N	24	23	24	24	24
	ROA07	Correlation Coefficient	.777**	.381	.109	1.000	.612**
		Sig. (2-tailed)	.000	.073	.612		.001
		N	24	23	24	24	24
	ROE07	Correlation Coefficient	.551**	.289	.047	.612**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.005	.181	.826	.001	
		N	24	23	24	24	24

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

No sector 2 (financeiro), contrariamente aos resultados do sector 1 (indústria), a medida de desempenho rendibilidade do activo não apresenta qualquer tipo de relação significativa, no entanto a rendibilidade do capital próprio apresenta uma relação significativa com o número de membros independentes do conselho de administração e com o peso relativo desta tipologia de membros. No caso da primeira relação referida o coeficiente de correlação assume um valor de 0,798 para um nível de confiança de 95%, sendo que no segundo caso assume um valor de 0,854 para um nível de confiança de 99%.

Quadro 37 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 2

			Correlations				
			NCA07	NCI07	%NCI07	ROA07	ROE07
Spearman's rho	NCA07	Correlation Coefficient	1.000	.687	.512	.048	.476
		Sig. (2-tailed)		.060	.194	.911	.233
		N	8	8	8	8	8
	NCI07	Correlation Coefficient	.687	1.000	.969**	.405	.798*
		Sig. (2-tailed)	.060		.000	.319	.018
		N	8	8	8	8	8
	%NCI07	Correlation Coefficient	.512	.969**	1.000	.390	.854**
		Sig. (2-tailed)	.194	.000		.339	.007
		N	8	8	8	8	8
	ROA07	Correlation Coefficient	.048	.405	.390	1.000	.143
		Sig. (2-tailed)	.911	.319	.339		.736
		N	8	8	8	8	8
	ROE07	Correlation Coefficient	.476	.798*	.854**	.143	1.000
		Sig. (2-tailed)	.233	.018	.007	.736	
		N	8	8	8	8	8

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Os dados referentes ao sector 3 (serviços e tecnologia) evidenciam correlações significativas entre a rendibilidade do activo e o número de membros independentes do conselho de administração (0,571) e com o peso relativo desta tipologia de membros

(0,560). Em ambos os casos a relação assume significância estatística para um nível de 5%.

Quadro 38 – Coeficientes de correlação relativos às empresas do Sector 3

			Correlations				
			NCA07	NCI07	%NCI07	ROA07	ROE07
Spearman's rho	NCA07	Correlation Coefficient	1.000	.715**	.392	.261	.141
		Sig. (2-tailed)		.001	.108	.280	.563
		N	19	18	18	19	19
NCI07	NCI07	Correlation Coefficient	.715**	1.000	.892**	.571*	.145
		Sig. (2-tailed)	.001		.000	.013	.565
		N	18	18	18	18	18
%NCI07	%NCI07	Correlation Coefficient	.392	.892**	1.000	.560*	.051
		Sig. (2-tailed)	.108	.000		.016	.840
		N	18	18	18	18	18
ROA07	ROA07	Correlation Coefficient	.261	.571*	.560*	1.000	.602**
		Sig. (2-tailed)	.280	.013	.016		.006
		N	19	18	18	19	19
ROE07	ROE07	Correlation Coefficient	.141	.145	.051	.602**	1.000
		Sig. (2-tailed)	.563	.565	.840	.006	
		N	19	18	18	19	19

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

No processo de validação das hipóteses formuladas os resultados respeitantes ao ano de 2007 permite validar a sub-hipótese H4.1 para o sector da indústria (sector 1). As sub-hipóteses H4.2 e H4.3 são confirmadas parcialmente para os sectores financeiro (sector 2) e dos serviços e tecnologia (sector 3), sendo que no caso do sector 2 a validação é feita quando utilizada a rendibilidade do capital próprio e no caso do sector 3 quando utilizada a rendibilidade do activo.

Comparando os resultados da análise bivariada obtidos com a introdução do factor sector, com os resultados obtidos em termos globais evidenciam-se alguns aspectos dignos de registo.

As conclusões a retirar da análise da correlações entre as variáveis, nos 2003, 2004 são semelhantes, visto não existir significância estatística na relação entre as variáveis que analisadas globalmente, quer divididas em função do sector de actividade.

A relação estatisticamente significativa existente em 2005, entre o número de administradores e as duas medidas de rendibilidade, não é validada para o sector 2 (financeiro) e para o sector 3 (serviços e tecnologia) apenas é em relação à rendibilidade dos capitais próprios. No ano de 2005 saliente-se o facto de existir uma relação estatisticamente significativa, válida para o sector 3 (serviços e tecnologia), entre o peso relativo dos membros independentes e as duas medidas de rendibilidade utilizadas.

A análise bivariada efectuada com os dados globais referentes ao ano de 2006 não evidenciava qualquer relação estatisticamente significativa, no entanto a decomposição em sectores de actividade evidenciou uma relação com significância estatística entre a rendibilidade dos activos e a dimensão do conselho de administração das empresas do sector 1 (indústria).

Relativamente ao ano de 2007, os resultados após a divisão da população em sectores de actividade, revelou algumas diferenças face aos obtidos quando analisada toda a população que revelaram significância estatística, quer entre as medidas de desempenho e a dimensão do conselho de administração, quer o número dos membros independentes. Os dados do sector 1 (indústria) verificam as conclusões obtidas a quando da análise global, mas somente na relação entre ambas as medidas de desempenho e a dimensão dos conselhos de administração.

A divisão da população em sectores realçou o facto de as empresas pertencentes ao sector da indústria (sector 1) terem na dimensão do conselho de administração uma variável com relação estatisticamente significativa com a variáveis de desempenho financeiro, desde 2005.

No sector financeiro (sector 2) ficou patente pelos resultados, a existência de uma fraca correlação entre as variáveis, sendo que somente em 2007, é possível verificar a existência de correlações estatisticamente significativas.

No sector dos serviços e tecnologia (sector 3), evidenciou-se o facto da composição do órgão de administração assumir relevância estatística ao longo dos últimos anos na relação com as medidas de rendibilidade, como o comprovam os resultados obtidos nos anos de 2004, 2005 e 2007.

A análise bivariada dos dados referentes às empresas do sector financeiro (sector 2), verifica somente a significância estatística entre a rendibilidade do capital próprio e o número de membros independentes. Ainda em referência a este sector foi verificada uma relação estatisticamente significativa entre a rendibilidade do capital próprio e o peso relativo dos membros independentes, que não havia sido evidenciada antes da divisão da população.

As conclusões relativas ao sector dos serviços e tecnologia (sector 3) verificam parcialmente as obtidas em termos globais, encontrando significância estatística nas

relações entre a rendibilidade do activo e o número de membros independentes e entre a referida medida de desempenho e o peso relativo dos membros independentes. A salientar o facto de no caso do sector 3 (serviços e tecnologia) se verificar a existência de uma relação estatisticamente significativa entre a rendibilidade do activo e o peso relativo dos membros independentes, facto não evidenciado nos resultados da análise global efectuada.

9. Análise de Regressão Linear

No sentido de verificar e aprofundar as relações entre as variáveis deste estudo, obtidas através da análise bivariada dos dados, e com o intuito de validar a existência de uma relação entre as variáveis dependentes e independentes, ou seja, verificar a capacidade explicativa das segundas relativamente às variações da primeira, será efectuada uma análise de regressão.

Com a finalidade de formular o modelo de regressão foram definidas duas variáveis dependentes (rendibilidade do activo e rendibilidade do capital próprio), de forma a verificar o impacte das variáveis de governo das sociedades na rendibilidade das empresas.

Assim sendo, para analisar a capacidade explicativa das variáveis de governo das sociedades na rendibilidade do activo, equacionou-se o seguinte modelo de regressão:

$$ROA = \alpha + \beta_1 NCA + \beta_2 \%NCI + e_i$$

De forma a aferir o impacte que as variáveis de governo das sociedades têm na rendibilidade do capital próprio, formulou-se o modelo de regressão abaixo apresentado:

$$ROE = \alpha + \beta_1 NCA + \beta_2 \%NCI + e_i$$

Nos modelos acima referidos, as variáveis dependentes (y) utilizadas foram a rendibilidade dos activos (ROA) e a rendibilidade dos capitais próprios (ROE), sendo as variáveis independentes (x) a dimensão do conselho de administração (NCA) e o peso relativo dos administradores independentes no conselho de administração (%NCI).

Para cada um dos cinco anos estudados foram realizadas regressões pelos métodos *enter* e *stepwise*, uma vez que estes podem introduzir ponderações diferentes às variáveis explicativas do modelo.

Os modelos de regressão pelo método *enter* têm em consideração a capacidade explicativa de todas as variáveis independentes introduzidas, não expurgando qualquer destas, seja qual for o seu efeito no modelo.

Os modelos de regressão pelo método *stepwise* apenas têm em consideração as variáveis independentes com capacidade explicativa no modelo, ou seja, este tipo de análise identifica a significância de cada variável que entra no modelo de regressão e elimina aquelas que não têm capacidade explicativa significativa.

Os resultados obtidos com a utilização do método de selecção das variáveis *enter* são apresentados no quadro seguinte.

Quadro 39 – Quadro resumo dos resultados da análise multivariada

Ano	Variável Dependente	Variável Independ.	R2	R2 Ajustado	Durbin-Watson	F	sig.	Beta	t	sig.	
2003	ROA	NCA	0.172	-0.023	2.396	0.566	0.573	0.112	0.488	0.629	
		%NCI						4.101	0.817	0.419	
	ROE	NCA	0.142	-0.033	2.278	0.379	0.687	1.219	0.536	0.595	
		%NCI						27.498	0.553	0.584	
2004	ROA	NCA	0.106	-0.038	2.056	2.26	0.799		-0.639	0.526	
		%NCI							-0.21	0.260	0.796
	ROE	NCA	0.068	-0.045	1.94	0.092	0.912	1.742		-0.195	0.846
		%NCI							-0.595	0.396	0.694
2005	ROA	NCA	0.302	0.048	2.136	2.115	0.113	24.683	1.601	0.117	
		%NCI							1.098	0.279	
	ROE	NCA	0.207	-0.03	1.977	0.938	0.399	0.322	4.603	1.260	0.215
		%NCI							0.0389	0.699	
2006	ROA	NCA	0.412	0.133	2.092	4.601	0.015	2.746	17.697	1.860	0.069
		%NCI								-2.633	0.012
	ROE	NCA	0.175	-0.012	1.78	0.714	0.495	0.347	1.193	0.239	
		%NCI							-11.209	-0.104	0.918
2007	ROA	NCA	0.303	0.053	1.734	2.375	0.104	2.304	-0.222	0.825	
		%NCI							-4.573	2.127	0.039
	ROE	NCA	0.258	0.027	1.872	1.669	0.199		-1.183	0.074	
		%NCI							-0.701	0.643	0.523

Os resultados evidenciam a inexistência de relações estatisticamente significativas entre as variáveis, nos anos de 2003, 2004 e 2005, ou seja, o modelo não confere capacidade explicativa às variáveis independentes relativamente às variações das variáveis dependentes. Como se pode verificar a significância estatística do modelo (*sig.*) alcança sempre valores bastante elevados (acima de 10%), o que é entendido como a ausência de capacidade explicativa das variáveis independentes face à variável dependente.

Importa salientar, que apenas nos anos de 2006 e 2007 é possível identificar significância estatística na relação entre as variáveis de governo das sociedades (independentes) e as variáveis rendibilidade (dependentes), para um nível de 5%.

Para o ano de 2006, a referida relação tem uma significância estatística de 0,015, sendo o R^2 igual a 41,2%. Assim se conclui que as variações ocorridas nas variáveis de governo das sociedades explicam 41,2% das alterações na variável rendibilidade do activo. Mais se acrescenta que neste modelo de regressão, para o ano 2006, o *Beta*, assume o valor de 17,697 relativamente à variável ROA.

Verifica-se ainda, para o ano 2007, que a variável NCA apresenta alguma relação explicativa da variável ROA, no seguimento dos resultados apresentados para 2006. Ainda que com uma significância de 0,104, nota-se que o modelo de regressão tem um R^2 igual a 30,3%, o que significa que as variáveis independentes explicam aproximadamente 30% do modelo.

No caso evidenciado para o ano de 2006 este permite verificar a existência de uma relação negativa entre as referidas variáveis, ou seja, o ROA é negativamente influenciado pelo crescimento do peso relativo dos administradores independentes na composição dos conselhos de administração em oposição à relação positiva evidenciada entre as variáveis em referência ao ano de 2007. No entanto, analisando o modelo através dos coeficientes de correlação e de determinação ajustado estes apresentam valores muito baixos, evidenciado um fraca capacidade explicativa do comportamento das variáveis dependentes pelas variáveis independentes, apesar de em referência ao ano de 2006 a regressão apresentar resultados significativos, quantificados pelo teste F e tendo como variável dependente o ROA.

A variável relativa à dimensão do conselho de administração, dada pelo número total de membros que integram o conselho de administração, não figura em nenhuma das regressões como sendo significativa no modelo em causa.

A fraca capacidade explicativa do modelo *enter* conduziu à aplicação do método *stepwise*, na construção de um novo modelo de regressão. Este método caracteriza-se por seleccionar as variáveis consideradas estatisticamente significativas para o modelo, retirando do modelo as que não possuem a referida característica.

Os resultados obtidos com a utilização da referida metodologia de selecção das variáveis são os que se encontram no quadro seguinte.

Quadro 40 – Quadros resumo dos resultados da análise multivariada

Ano	Variável Dependente	Variável Independ	R	R2 Ajustado
2006	ROA	%NCI	0.325	0.086
2007	ROA	NCA	0.301	0.072

Ano	Durbin-Watson	F	sig.	Beta	t	sig.
2006	2.254	5.45	0.024	-10.09	-2.335	0.024
2007	1.753	4.795	0.033	0.207	2.19	0.033

Como é possível verificar, foram excluídas variáveis por não serem consideradas como significativas para o modelo. Aliás, como se pode verificar apenas para os anos de 2006 e 2007 foram obtidos alguns resultados significativos. Assim em 2003, 2004 e 2005 foram excluídas todas as variáveis dependentes e independentes por não possuírem significância para o modelo em causa.

Este método, ainda que mais robusto que o método *enter* anteriormente apresentado, manifesta resultados semelhantes, sendo que dos anos analisados apenas 2006 e 2007 apresentam valores conclusivos.

Relativamente ao ano de 2006, a variável dependente rendibilidade dos capitais próprios e a variável dimensão do conselho de administração foram excluídas do modelo por não possuírem significância estatística, ou seja, não possuírem qualquer capacidade explicativa do modelo. Desta forma se conclui que as variáveis rendibilidade dos capitais próprios e a dimensão do conselho de administração não explicam a variação na rendibilidade do activo. As variáveis tidas como significantes estatisticamente, foram no

ano de 2006, a variável dependente rendibilidade do activo e a variável independente peso relativo dos membros independentes, evidenciando-se uma relação negativa entre as referidas variáveis. Deste modo, regressão apresenta um R^2 de 32,5%, ou seja, a variável peso relativo dos membros independentes apresenta uma capacidade explicativa do modelo de 32,5%. Assim, por cada variação de um ponto no peso relativo dos membros independentes evidencia-se uma redução de 10% na rendibilidade do activo.

No ano de 2007, foram seleccionadas a variável dependente rendibilidade do activo e a variável independente dimensão do conselho de administração, evidenciando-se uma relação positiva entre estas variáveis. As demais variáveis foram retiradas do modelo por não possuírem significância estatística.

O modelo de regressão resulta assim, para um R^2 igual a 30,1%, tendo como variável explicativa da rendibilidade do activo a variável independente dimensão do conselho de administração, sendo que cada variação de uma unidade desta variável afecta em 0,201 a rendibilidade do activo da empresa.

Analisado os resultados do teste T, quer a variável %NCI em 2006, quer a variável NCA em 2007, tem uma relação significativa com a variável dependente ROA, para um nível de significância de 5%. Assim, evidencia-se, tal como referido anteriormente, uma relação inversa entre a %NCI e o ROA em 2006, expressa pelo valor negativo de beta. A relação entre a variável independente NCA e a variável dependente apresenta um valor positivo para o coeficiente beta, evidenciando a influência positiva da primeira sobre a segunda.

Não obstante, os factos evidenciados os modelos obtidos denotam uma fraca capacidade explicativa do comportamento das variáveis dependentes pelas variáveis independentes, sendo reflexo deste facto o baixos valores obtidos para o coeficiente de correlação e para o coeficiente de determinação ajustado. Em ambos os modelos o comportamento do ROA apenas é explicado em cerca de 30% pelo comportamento das variáveis dependentes, e apenas aproximadamente 7% e 9% da variância ROA é explicada pelas variações da variável %NCI e NCA, em 2006 e 2007 respectivamente.

Podemos aferir que no período de 2003 a 2005, a influência das variáveis de governo das sociedades na formação das rendibilidades é muito reduzida, evidenciada pela

incapacidade explicativa dos modelos, ao invés nos anos de 2006 e 2007, ainda que ténue, foi possível verificar a existência de alguma capacidade explicativa do modelo, o que poderá evidenciar um possível aumento do nível relação entre as variáveis de governo das sociedades em estudo e a rendibilidade das empresas.

PARTE V – Discussão dos Resultados e Conclusão

No seguimento dos objectivos proposto para este estudo e do conjunto de análises estatísticas efectuadas, torna-se nesta fase do trabalho, essencial sintetizar e evidenciar o conjunto de resultados obtidos. Não obstante serem apresentados os referidos resultados, serão também mencionadas algumas das limitações do presente estudo, assim como algumas das possíveis hipóteses de desenvolvimento futuro do mesmo.

Análise Univariada

A análise descritiva dos dados permitiu verificar que a dimensão média dos conselhos de administração aumentou entre 2003 e 2007, passando de 8,88 para 9,27 elementos, no entanto em termos evolutivos tem-se assistido a uma tendência para a estabilização da referida evolução. No que respeita à independência deste órgão verifica-se, à luz do critério da CMVM, que em termos médios, o número de administradores considerados independentes, tem vindo a diminuir ao longo do período em análise, assim como o peso relativo destes membros na composição dos conselhos de administração.

Enquadrando a realidade nacional no contexto internacional ressaltam dois factos importantes. Em primeiro lugar, e em referência à dimensão média dos conselhos de administração, esta não se afasta significativamente da realidade vigente a nível internacional. Relativamente à composição do referido órgão, existe um desfazamento entre a realidade portuguesa e internacional, este facto reflecte-se na existência de um menor peso relativo dos administradores independentes na composição dos conselhos de administração das empresas nacionais.

A rendibilidade média dos capitais próprios apresentou um forte crescimento no período em análise, no entanto a rendibilidade média do activo tem apresentado um comportamento atípico, contrapondo períodos de crescimento com períodos de decréscimo.

A análise quer das variáveis de desempenho (rendibilidades), quer das variáveis de governo das sociedades (dimensão e composição do conselho de administração), permitiu também evidenciar uma elevada variabilidade dos dados recolhidos. No entanto é de também referir, que no caso da variável respeitante à composição do conselho de administração, o facto referido tem vindo a esbater-se, o que reflecte uma

maior homogeneização nas opções das empresas relativamente à integração de membros independentes.

Análise Bivariada

A análise bivariada foi efectuada com intuito de encontrar relações estatisticamente significantes que pudessem comprovar ou refutar as hipóteses formuladas, tendo esta sido efectuada em duas fases. A primeira fase diz respeito à análise dos dados das empresas em termos globais, sem introdução de qualquer factor que os repartisse em grupos homogéneos, a segunda fase consistiu na introdução do factor sector de actividade que conduziu à divisão da população em três grupos consoante o sector de actividade a que estas pertencem.

A primeira fase da análise bivariada não evidenciou qualquer relação significativa entre as variáveis em estudo relativamente aos dados dos anos de 2003, 2004 e 2006. Tal facto não permitiu validar a existência de uma relação entre a dimensão e composição do conselho de administração e rentabilidade das empresas, nos anos referidos.

Estas conclusões vão ao encontro dos resultados obtidos por Vafeas (1998), Dalton e Daily (1998), Pablo de Andres (2005), Haniffa & Hudaib (2006), Nguyen e Faff (2006), Garg (2007), Lefort e Urzúa (2008), relativamente à relação entre a composição dos conselhos de administração e o desempenho financeiro das empresas. Em referência à relação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro, a referida inexistência de relação corroboram os resultados obtidos por Conyon (1998), Bhagat e Black (1999), Postma (2001) e Nguyen e Faff (2006).

Os resultados permitem no entanto, validar a existência de uma relação positiva entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro (ROA e ROE) em 2005, com um nível de significância de 5%.

Os resultados respeitantes a 2007, evidenciam uma correlação positiva entre a variável relativa à dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas, medido através da rentabilidade dos activos e da rentabilidade dos capitais próprios, com um nível de significância de 1%.

Em ambos os casos verifica-se que a relação evidenciada assume, conforme referido, um sinal positivo, sendo que semelhantes resultados foram obtidos por Kyereboah-Coleman (2006), Haniffa & Hudaib (2006) e Mendes-da-Silva (2006) nos seus estudos.

No ano de 2007, existe ainda evidência de uma relação estatisticamente significativa entre a composição do conselho de administração e ambas as variáveis utilizadas para medir o desempenho financeiro. A relação referida apresenta um sinal positivo e assume significância estatística a um nível de 5%. Os factos referidos permitem corroborar os resultados obtidos por Baysinger e Butler (1985), Ezzamel e Watson (1993), Dehaene (2001) e Ho (2005).

Análise Bivariada – Introdução do factor Sector de Actividade

Em termos metodológicos, a partição da população em três sectores de actividade permitiu verificar que as empresas que integram o sector financeiro (sector 2), apresentam uma maior dimensão do conselho de administração e um maior número de membros independentes na sua composição. Ao contrário do que seria expectável, o maior número de elementos independentes não se reflecte num maior peso relativo destes na composição do órgão de administração.

Ainda em respeito à caracterização dos sectores, e no tocante às rendibilidades, o sector 2 (financeiro) evidencia-se pelo facto de ser o único que apresenta valores médios sempre positivos ao longo do período. Esta constatação é válida para ambas as medidas de rendibilidade utilizadas, rendibilidade dos activos e rendibilidade dos capitais próprios.

Seguidamente serão apresentadas as conclusões obtidas através da análise bivariada, relativamente a cada um dos três sectores de actividade.

Sector da Industria (Sector 1)

Neste sector e nos anos de 2003 e 2004, não foram encontrados quaisquer resultados estatisticamente significativos quanto à relação entre as variáveis. No ano de 2005, os dados permitem evidenciar um coeficiente de correlação positivo e estatisticamente significativo, entre as variáveis dimensão do conselho de administração e as rendibilidades dos capitais próprios e do activo.

Os resultados obtidos referentes ao ano de 2006, evidenciam uma relação estatisticamente significativa e positiva, entre a dimensão do conselho de administração e a rendibilidade do activo para as empresas do sector da industria, em 2007 foi possível verificar a existência de correlações estatisticamente significantes entre a variável dimensão do conselho de administração e ambas as variáveis de desempenho financeiro

Sector Financeiro (Sector 2)

Nos anos de 2003, 2004, 2005 e 2006, ficou patente a inexistência de uma relação entre as variáveis, relativamente a este sector, no entanto no ano de 2007 foram obtidas correlações positivas e significantes. Assim, a rendibilidade do capital próprio denota uma relação significativa com o número de membros independentes do conselho de administração e com o peso relativo desses mesmos membros.

Sector dos Serviços e Tecnologia (Sector 3)

No ano de 2003, e em referência ao sector supracitado, não foi evidenciada qualquer relação significativa entre as variáveis, já no ano de 2004, saliente-se o facto de ter sido evidenciada uma correlação positiva e estatisticamente significativa, entre o peso relativo dos membros independentes e a rendibilidade dos capitais próprios.

No ano de 2005, os resultados evidenciam correlações estatisticamente significantes e positivas, entre a rendibilidade dos capitais próprios e as variáveis relativas ao número de membros independentes e ao peso relativo dos referidos membros. No mesmo ano foi ainda obtido um coeficiente de correlação positivo e significativo entre a rendibilidade do activo e o peso relativo dos membros independentes.

Os resultados referentes ao ano de 2006, não evidenciaram qualquer relação estatisticamente significativa, ao invés foi encontrada significância estatística na relação entre a rendibilidade dos activos e as variáveis relativas ao número de membros independentes e ao peso relativo dos referidos membros, no ano de 2007.

A divisão da população em sectores evidenciou alguns aspectos que devem ser salientados, assim no sector da indústria a variável relativa à dimensão do conselho de administração assume capacidade explicativa das diversas medidas de desempenho financeiro desde o ano de 2005. Relativamente ao sector financeiro os resultados evidenciam uma ausência quase total de relação significativa entre as variáveis,

excepção feita ao ano de 2007, podendo este facto ser revelador de uma alteração de padrões relacionais entre as variáveis neste sector. No sector dos serviços e tecnologia os membros independentes assumem grande importância, quer em número absoluto, quer em peso relativo, como se comprova pelos resultados obtidos nos anos de 2004, 2005 e 2007.

Comparando os resultados obtidos com recurso à análise bivariada, antes e depois da partição da população em sectores, existem factos que podem ser realçados. Assim, e se para os anos de 2003 e 2004 as conclusões não são divergentes, para os restantes anos este facto deixa de ser verdadeiro. Em 2005, 2006 e 2007, o factor sector alterou o comportamento dos coeficientes de correlação evidenciando o facto de em alguns casos, o sector de actividade a que pertencem as empresas influenciar a relação entre as variáveis de governo das sociedades e o desempenho financeiro.

Análise Multivariada

A análise de regressão permitiu verificar, que apenas nos anos de 2006 e 2007 foi possível identificar uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis independentes e as variáveis dependentes, traduzindo-se numa relação negativa entre a variável rendibilidade do activo e o peso relativo dos administradores independentes em 2006, e positiva entre a rendibilidade do activo e a dimensão do conselho de administração em 2007. Em relação à robustez do modelo, quando analisados os coeficientes de correlação e de determinação ajustado, é possível verificar uma fraca capacidade explicativa deste em relação ao comportamento das variáveis.

Saliente-se também o facto, de em nenhum dos anos analisados, a variável relativa à dimensão do conselho de administração, ser considerada significante na construção do modelo de regressão.

A aplicação do método *stepwise*, na construção de um novo modelo de regressão, permitiu evidenciar uma relação estatisticamente significativa e negativa, entre a variável peso relativo dos membros independentes e a rendibilidade do activo em relação ao ano de 2006. Estatisticamente significativa e positiva, foi também a relação evidenciada entre a dimensão do conselho de administração e a mesma medida de rendibilidade em relação ao ano de 2007.

Ambas as relações referidas denotam fraca capacidade explicativa do modelo, sendo esta constatação reforçada pelos baixos valores obtidos para os coeficientes de correlação e de determinação ajustada.

Limitações

No desenvolvimento do estudo e na análise dos resultados, foram sendo evidenciadas algumas das possíveis limitações que o estudo encerra. Assim, a opção por medidas de desempenho de natureza meramente contabilística, não tem em conta a percepção do mercado acerca do comportamento societário da empresa, nem reflecte o seu enquadramento no mercado bolsista podendo condicionar a relação com as variáveis de desempenho.

A utilização do método *cross-section*/dados em painel, assim como a utilização do método dos números fraccionários poderia ter conduzido a resultados com um nível de robustez superior, na análise multivariada efectuada.

Outro facto a salientar prende-se com a reduzida série temporal estudada, não permitindo esta a evidenciação de tendências ou padrões comportamentais de relacionamento entre as variáveis.

A reduzida dimensão da população em estudo, assim como o reduzido número de variáveis de governo das sociedades seleccionadas, são outros aspectos que podem limitar a capacidade explicativa e preditiva dos modelos estatísticos e condicionar a robustez dos mesmos.

Perspectivas Futuras

Enquanto perspectivas de desenvolvimentos futuro do presente trabalho, pretende-se continuar a analisar o comportamento das variáveis ao longo dos anos, de modo a obter uma série temporal que permita extrair tendências e padrões de comportamento e que permita ainda verificar se os níveis de correlação e de robustez do modelo se alteram.

A comparação da realidade nacional com a realidade internacional, é também um desenvolvimento passível de ser efectuado, replicando o estudo efectuado a um conjunto de empresas de outros países. No contexto da realidade nacional a perspectiva de efectuar estudos sectoriais e extravasando o conjunto de empresas que integram o PSI geral e a introdução de novas variáveis quer independentes quer dependentes, pode

também ser revelador de novos contributos que permitam uma melhor caracterização da relação entre as variáveis.

A inversão das variáveis, ou seja, a análise do impacto da rendibilidade das empresas na dimensão e composição dos conselhos de administração, assim como, a aplicação do factor dimensão e dispersão geográfica serão aspectos que poderão conduzir a novos resultados.

Bibliografia

- Agrawal, A, Knoeber, C**, “Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 31, 1996;
- Aguilera, Ruth V., Cuervo, Alvaro**, “Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?”, *Organization Studies*, 25; 2004;
- Alves, C., Mendes, V.**, “As Recomendações da CMVM relativas ao Corporate Governance e à Performance das Sociedades”, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N.º 12, 2001;
- Bardin, L.**, “Análise de Conteúdo”, Lisboa, Edições 70, 1977;
- Baysinger, B.D., Butler, H.N.**, "Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in board composition". *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol 1, 1985;
- Bhagat, S, Black, B.**, “The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance”, *Business Lawyer*, Vol 54, 1999;
- Becht, Mo, Bolton, P., Roell, A.**, (2002), “Corporate Governance and Control”, *ECGI - Finance Working Paper N° 02/2002*, 2002;
- Berle, Adolf A., Means, Gardiner C**, “The modern corporation and private property”, Macmillan Co, New York, 1933;
- Berlin Initiative Group**, “German Code of Corporate Governance”, Berlin, 2000;
- Black, B., Kim, W.**, “The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategies Approach Using Korean Data”, *University of Texas Law, Law and Economic Research Paper No. 89*, 2008;
- Byrd, J., Hickman, K**, “Do outside directors monitor managers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol 32, 1992;
- Cadbury, A.**, “The Financial Aspects of Corporate Governance”, Relatório escrito pelo British Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992;

Câmara, P., “O Governo das Sociedades em Portugal: uma introdução”, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários 12, CMVM, 2001;

Câmara, P., “Códigos de Governo das Sociedades”, Caderno do Mercado de Valores Mobiliários 15, CMVM, 2002;

CMVM, “Código de Valores Mobiliários”, CMVM, 1999;

CMVM, “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, CMVM, 1999;

CMVM, “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, CMVM, 2001;

CMVM, “Regulamento da CMVM n.º 07/2001 – Governo das Sociedades Cotadas”, Estudos e Documentos da CMVM, Lisboa, 2001;

CMVM, “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, CMVM, 2003;

CMVM, “Regulamento da CMVM n.º 11/2003 – Governo das sociedades Cotadas”, CMVM, 2003;

CMVM, “Regulamento da CMVM n.º 10/2005 - Governo das Sociedades Cotadas”, Lisboa, CMVM, 2005;

CMVM, “Regulamento da CMVM n.º 10/2005 - Governo das Sociedades Cotadas”, Lisboa, CMVM, 2005;

Código das Sociedades Comerciais, Almedina, 2008;

Comissão Europeia (CE), “Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (Winter Report)”, 2002;

Comissão Europeia (CE), “Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades na UE”, Bruxelas, 2003;

Comissão Europeia (CE), “Directiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de Abril de 2004 relativa às ofertas públicas de aquisição”, 2004;

Comissão Europeia (CE), “Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE, de 14 de Dezembro de 2004, sobre a Remuneração dos Administradores”, 2004;

Comissão Europeia (CE), “Regulamento (CE) n.º 2238/2004 da Comissão de 29 de Dezembro de 2004”, 2004;

Comissão Europeia (CE), «Recomendação da Comissão n.º 2005/162/CE, de 15 de Fevereiro de 2004, relativa ao papel dos administradores não executivos ou membros do Conselho de Supervisão de sociedades cotadas e aos comités do Conselho de Administração ou de supervisão, 2005;

Comissão Europeia (CE), “Directiva 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de Julho de 2007, relativa ao exercício de certos direitos dos accionistas de sociedades cotadas”, 2007;

Committee on Corporate Governance, “Peters Report & Recommendations, Corporate Governance in the Netherlands”, 1997;

Committee for the Corporate Governance of Listed Companies, Borsa Italiana, “Report & Code of Conduct (The Preda Code)”, 1999;

Conyon M., Peck, S., "Board size and corporate performance: evidence from European countries," *European Journal of Finance*, Taylor and Francis Journals, vol. 4(3), 1998;

Cunha, V., “O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas”, Tese de Mestrado em Contabilidade e Administração, Escola de Economia e Gestão – Universidade do Minho, 2005;

Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. and Johnson, J.L., “Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance”, *Strategic Management Journal* 19, 1998;

Dehaene, A., De Vuyst, V., Ooghe, H., “Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies”, *Long Range Planning*, Elsevier, Vol 34, Issue 3, 2001;

Denis, D., McConnel, J., “International Corporate Governance”, *ECGI - Finance Working Paper No. 05/2003*, 2003;

Drucker, P., “Management Challenges for the 21st Century”, Oxford: Butterworth-Heinemann, 1999;

Eisenberg, T., Sundgren, S., Wells, M., “Larger board size and decreasing firm value in small firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol 48 N° 1, 1998;

Erickson, J, Park Y., Reising, J., Shin, H., “Board Composition and Firm Value under Concentrated Ownership: The Canadian Evidence,” *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.13, 2005;

Faccio, Mara & Lang, Larry H. P., "The ultimate ownership of Western European corporations," *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 65(3), 2002;

Fama, E., Jensen, M., “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol 46, 1983;

Ferreira, António P., “O Governo das Sociedades e a Supervisão Bancária”, Quid Juris Sociedade Editora, 2009;

Garg, A., “Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A study of Indian Companies”, *Vikalpa*, Volume 32 n°3, 2007;

Haniffa, M, Hudaib, M, “Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies”. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33, No. 7-8, 2006;

Heidrick & Struggles, “Corporate governance in Europe: what's the outlook?”, Heidrick & Struggles International, Inc., Londres, 2005;

Heidrick & Struggles, “Annual Report”, Heidrick & Struggles International, Inc., Londres, 2006;

Hermalin B., Weisbach, M., "Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature," *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, 2003;

Ho, Chi-Kun, “Corporate Governance and Corporate Competitiveness: An International Analysis. *Corporate Governance: An International Review*”, Vol. 13, No. 2, 2005;

- IOSCO**, “Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor’s Independence”, Statement of the Technical Committee, 2002;
- Jenkins, Rhys**, “Corporate Codes of Conduct: Self-Regulation in a Global Economy”, Workin paper n° 2, United Nations Research Institute for Social Development, 2001;
- Jensen, M.C.**, “The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems”, Harvard Business School, 1993;
- Jensen, M.C., Meckling, W.H.**, "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No.3, 1976;
- Krivogorsky, V.**, "Ownership, board structure, and performance in continental Europe", *International Journal of Accounting*, Vol. 41, 2006;
- Kyereboah-Coleman, A. and Biekpe, N.**, “The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: experience from Ghana.” *Corporate Ownership and Control Journal*, Vol. 4 (2), 2006;
- Lastra, L., Satrustegui, I.**, «La independencia del Consejo de Administración», *El Gobierno de la Empresa: En Busca de la Transparencia y la Confianza*, Ediciones Pirámide, Madrid, 2004;
- Lefort, F., & Urzúa, F.**, “Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile”, *Journal of Business Research* No. 61 (6), 2008;
- Linck, J, Netter J., Yang T.**, "The Determinants of Board Structure," *Journal of Financial Economics*, vol. 87, 2008;
- Lipton M., Lorsch, J.**, “A modest proposal for improved corporate governance”, *Business Law* 48(1), 1992;
- Lorenzo, J., Sánchez, I., Gallego-Álvarez, I.**, “Características del consejo de administración e información en materia de Responsabilidad Social Corporativa”, *Revista Espanola de Financiación y Contabilidad*, Vol XXXVIII n°141, 2009;
- Matos, P.V., Coelho, A.M.**, “Board of Directors, Compensation, Cash Compensation and Corporate Governance Compliance – Evidence from Euronext Lisbon”, XIII

Congreso de la Asociación Científica de Economía e Dirección de Empresas, Salamanca, 2003;

Mak, Y. T., Kusnadi, Y., “Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value”, NUS Business School Working, 2005;

Mendes-Da-Silva, W, Araujo de Moraes, W., Glicio da Rocha, P., “Is There Some Association between the Board Composition and the Financial Performance? Evidences of Companies Listed in Brazil”. IV International Conference on Finance IV International Conference on Finance, Universidad de Santiago de Chile, Facultad de Administración y Economía, 2006;

Monks, R., Minow, N., “Corporate Governance”, Blackwell Business, 2nd Edition, Oxford, 2001;

Nguyen, H., Faff, R., "Impact of board size and board diversity on firm value: Australian evidence", Corporate Ownership & Control, Vol. 4 No.2, 2006;

OCDE, “OCDE Principles of Corporate Governance”, OCDE Publications, 1999;

OCDE, “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”, Grupo de Orientação (Steering Group) sobre o Governo das Sociedades da OCDE, OCDE, 2004;

Okimura, R., “Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil”, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil, 2003;

Pablo de Andres, Azofra V., Lopez, F., "Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness," Corporate Governance: An International Review, Blackwell Publishing, vol. 13(2), 2005;

Pereira, Alexandre, “SPSS – Guia Prático de Utilização – Análise de dados para ciências sociais e psicologia”, Edições Sílabo, 6ª edição, 2006;

Phillips, E. M., Pugh, D.S., “Como Preparar um Mestrado ou Doutorado: um manual prático para estudantes e seus orientadores”, Lyon Edições, Portugal, 1998;

- Postma, E., van Ees, H., Sterken, E.**, “Board Characteristics and Corporate Performance in Netherlands”, *Eastern Economic Journal* vol.29, nº1, 2003;
- Reis, Elizabeth**, “Estatística Multivariada Aplicada”, Edições Sílabo, 1997;
- Reis, Elizabeth, Melo, Paulo, Andrade, Rosa, Calapez, Teresa**, “Estatística Aplicada”, volume 2, Edições Sílabo, 1997;
- Rodrigues, Jorge**, “Corporate Governance, Uma Introdução”, Edições Pedagogo, 2008;
- Rodrigues, J., Seabra, F., Mata, C.**, “Independência dos Administradores nos Bancos Portugueses do PSI20”, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, Vol. 7, 2008;
- Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W.**, “A Survey of Corporate Governance”, NBER Working Paper No W5554, 1997;
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A. da e Monteiro, M. A.**, “Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal”, Instituto Português de Corporate Governance, 2006;
- Silveira**, “Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil”, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil, 2002;
- Tarantino, A.**, “Governance, Risk, and Compliance Handbook”, Wiley, 2008;
- Vafaes N., Theodorou E.**, “The Relationship between Board Structure and Firm Performance in the UK,” *British Accounting Review*, 1998;
- Wu, M.**, «Corporate social performance, corporate financial performance, and firm size: a meta-analysis». *Journal of American Academy of Business* 8(1), 2006;
- Yermack, D.**, “Higher market valuation of companies with a small board of directors”, *Journal of Financial Economics*, Vol 40, 1996;
- Zahra, S., Pearce, J.**, “Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model” *Journal of Management* 15(2), 1989;

Anexos

Anexo A – Lista das empresas que constituem a população em estudo

Listagem da população	
Nº sequencial	Empresas
1	Altri
2	BCP Millennium
3	Banco Espírito Santo (BES)
4	Banco BPI
5	Banco Popular Español
6	Banco Santander
7	Banif SGPS
8	Benfica SAD
9	Brisa S.A.
10	Cimpor
11	Cires
12	Cofina SGPS
13	Compta
14	Corticeira Amorim
15	EDP, Energias de Portugal
16	Estoril Sol SGPS, S.A.
17	Europac (Papeles y Cartones)
18	Finibanco SGPS
19	Fisipe
20	Futebol Clube do Porto, SAD
21	Galp Energia
22	Ibersol
23	Imobiliária Grão Pará
24	Impresa SGPS
25	Inapa
26	Jerónimo Martins
27	Lisgráfica
28	Martifer
29	Media Capital
30	Mota-Engil Soc. Construções
31	Novabase
32	Orey Antunes
33	Portugal Telecom
34	Papelaria Fernandes

35	Pararede
36	Portucel
37	PT Multimedia
38	Reditus
39	Rede Eléctrica Nacional SGPS, SA
40	Soares da Costa
41	Sacyr Vallehermoso
42	Sag Gest
43	Semapa
44	Sonae Capital
45	Sonae Ind. SGPS
46	Sonae SGPS
47	SonaeCom SGPS
48	Sporting SAD
49	Sumolis
50	Teixeira Duarte
51	Toyota Caetano
52	VAA SGPS
Fonte: Euronext Lisboa	

Anexo B – Lista das empresas consideradas em cada sector de actividade

Nº sequencial	Empresas	Sector
1	Altri	1
9	Brisa S.A.	1
10	Cimpor	1
11	Cires	1
14	Corticeira Amorim	1
17	Europac (Papeles y Cartones)	1
19	Fisipe	1
21	Galp Energia	1
23	Imobiliária Grão Pará	1
25	Inapa	1
27	Lisgráfica	1
28	Martifer	1
30	Mota-Engil Soc. Construções	1
32	Orey Antunes	1
34	Papelaria Fernandes	1
36	Portucel	1
40	Soares da Costa	1
41	Sacyr Vallehermoso	1
43	Semapa	1
45	Sonae Ind. SGPS	1
49	Sumolis	1
50	Teixeira Duarte	1
51	Toyota Caetano	1
52	VAA SGPS	1
2	BCP Millennium	2
3	Banco Espírito Santo (BES)	2
4	Banco BPI	2
5	Banco Popular Español	2
6	Banco Santander	2
7	Banif SGPS	2
18	Finibanco SGPS	2
44	Sonae Capital	2
8	Benfica SAD	3
12	Cofina SGPS	3
13	Compta	3
15	EDP, Energias de Portugal	3
16	Estoril Sol SGPS, S.A.	3
20	Futebol Clube do Porto, SAD	3
22	Ibersol	3
24	Impresa SGPS	3
26	Jerónimo Martins	3
29	Media Capital	3
31	Novabase	3
33	Portugal Telecom	3
35	Pararede	3
37	PT Multimedia	3
38	Reditus	3
39	Rede Eléctrica Nacional SGPS, SA	3
42	Sag Gest	3
46	Sonae SGPS	3
47	SonaeCom SGPS	3
48	Sporting SAD	3

Anexo C – Quadro de recolha do número de membros do C.A.

Nº sequencial	Empresas	2003	2004	2005	2006	2007
1	Altri			5	5	5
2	BCP Millennium	9	9	9	9	9
3	Banco Espírito Santo (BES)	31	31	29	31	31
4	Banco BPI	19	19	19	21	21
5	Banco Popular Español				17	19
6	Banco Santander	21	19	18	19	20
7	Banif SGPS	7	7	7	7	7
8	Benfica SAD	4	4	4	4	4
9	Brisa S.A.	11	11	11	11	13
10	Cimpor	11	11	11	11	11
11	Cires	7	7	7	7	6
12	Cofina SGPS	5	5	5	5	5
13	Compta	7	5	5	4	5
14	Corticeira Amorim	7	7	7	7	7
15	EDP, Energias de Portugal	13	15	15	15	15
16	Estoril Sol SGPS, S.A.	11	11	9	9	9
17	Europac (Papeles y Cartones)				9	9
18	Finibanco SGPS	5	5	5	5	5
19	Fisipe	7	7	5	5	5
20	Futebol Clube do Porto, SAD	5	5	5	5	5
21	Galp Energia				18	17
22	Ibersol	3	3	3	3	3
23	Imobiliária Grão Pará	5	5	3	3	3
24	Impresa SGPS	5	5	5	5	5
25	Inapa	9	9	9	9	7
26	Jerónimo Martins	7	9	9	9	9
27	Lisgráfica	5	3	3	3	3
28	Martifer		5	5	5	5
29	Media Capital		7	7	9	8
30	Mota-Engil Soc. Construções	11	11	11	9	9
31	Novabase	11	11	11	13	13
32	Orey Antunes	5	5	5	3	3
33	Portugal Telecom	23	23	23	21	23
34	Papelaria Fernandes	5	5	4	4	3
35	Pararede	7	5	5	5	
36	Portucel	7	7	7	7	9
37	PT Multimedia	15	15	14	11	13
38	Reditus	5	5	5	5	5
39	Rede Eléctrica Nacional SGPS, SA					11
40	Soares da Costa	5	4	7	9	6
41	Sacyr Vallehermoso		14	15	15	20
42	Sag Gest	7	7	7	9	9
43	Semapa	9	9	7	13	13
44	Sonae Ind. SGPS	11	13	11	11	10
45	Sonae SGPS	5	9	9	9	9
46	SonaeCom SGPS	9	9	11	11	10
47	Sonae Capital					3
48	Sporting SAD	3	3	5	5	5
49	Sumolis	7	7	7	7	7
50	Teixeira Duarte	5	5	9	9	9
51	Toyota Caetano			7	7	7
52	VAA SGPS	9	9	9	8	5

Anexo D – Quadro de recolha do número de membros independentes do C.A.

Nº sequencial	Empresas	2003	2004	2005	2006	2007
1	Altri			0	0	0
2	BCP Millennium	0	0	0	0	0
3	Banco Espírito Santo (BES)	14	14	5	6	6
4	Banco BPI	7	7	7	8	8
5	Banco Popular Español				8	8
6	Banco Santander	8	6	6	9	9
7	Banif SGPS	0	0	0	0	0
8	Benfica SAD	0	0	0	0	0
9	Brisa S.A.	6	6	7	7	4
10	Cimpor	6	6	9	9	4
11	Cires	1	1	1	1	0
12	Cofina SGPS	0	0	0	0	0
13	Compta	4	2	2	2	3
14	Corticeira Amorim	1	1	1	1	0
15	EDP, Energias de Portugal					
16	Estoril Sol SGPS, S.A.	4	3	3	3	3
17	Europac (Papeles y Cartones)				2	2
18	Finibanco SGPS	3	3	1	1	1
19	Fisipe	2	2	0	0	0
20	Futebol Clube do Porto, SAD	0	0	0	0	0
21	Galp Energia				2	2
22	Ibersol	1	1	1	1	1
23	Imobiliária Grão Pará	0	0	0	0	0
24	Impresa SGPS	1	2	2	3	0
25	Inapa	9	9	5	8	2
26	Jerónimo Martins	3	4	4	4	4
27	Lisgráfica	2	2	2	0	0
28	Martifer					0
29	Media Capital		4	2	3	3
30	Mota-Engil Soc. Construções	4	5	5	4	3
31	Novabase	0	0	0	3	3
32	Orey Antunes	1	1	1	0	0
33	Portugal Telecom	12	11	9	7	8
34	Papelaria Fernandes	0	5	3	3	2
35	Pararede	0	0	0	3	
36	Portucel	4	4	4	3	0
37	PT Multimedia	10	10	8	2	5
38	Reditus	1	2	2	2	0
39	Rede Eléctrica Nacional SGPS, SA					3
40	Soares da Costa	3	3	5	0	0
41	Sacyr Vallehermoso		1	1	1	2
42	Sag Gest	5	5	5	5	0
43	Semapa	0	0	0	2	2
44	Sonae Ind. SGPS	9	10	3	4	3
45	Sonae SGPS	3	3	3	3	4
46	SonaeCom SGPS	3	3	3	2	2
47	Sonae Capital					0
48	Sporting SAD	1	1	0	0	0
49	Sumolis	1	3	0	0	0
50	Teixeira Duarte	3	3	0	0	
51	Toyota Caetano			0	0	0
52	VAA SGPS	1	1	2	2	2

Anexo E – Peso relativo dos membros independentes do C.A.

Nº sequencial	Empresas	2003	2004	2005	2006	2007
1	Altri			0.00	0.00	0.00
2	BCP Millennium	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3	Banco Espirito Santo (BES)	0.45	0.45	0.17	0.19	0.19
4	Banco BPI	0.37	0.37	0.37	0.38	0.38
5	Banco Popular Español				0.47	0.42
6	Banco Santander	0.38	0.32	0.33	0.47	0.45
7	Banif SGPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
8	Benfica SAD	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
9	Brisa S.A.	0.55	0.55	0.64	0.64	0.31
10	Cimpor	0.55	0.55	0.82	0.82	0.36
11	Cires	0.14	0.14	0.14	0.14	0.00
12	Cofina SGPS	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
13	Compta	0.57	0.40	0.40	0.50	0.60
14	Corticeira Amorim	0.14	0.14	0.14	0.14	0.00
15	EDP, Energias de Portugal					
16	Estoril Sol SGPS, S.A.	0.36	0.27	0.33	0.33	0.33
17	Europac (Papeles y Cartones)				0.22	0.22
18	Finibanco SGPS	0.60	0.60	0.20	0.20	0.20
19	Fisipe	0.29	0.29	0.00	0.00	0.00
20	Futebol Clube do Porto, SAD	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
21	Galp Energia				0.11	0.12
22	Ibersol	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
23	Imobiliária Grão Pará	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
24	Impresa SGPS	0.20	0.40	0.40	0.60	0.00
25	Inapa	1.00	1.00	0.56	0.89	0.29
26	Jerónimo Martins	0.43	0.44	0.44	0.44	0.44
27	Lisgráfica	0.40	0.67	0.67	0.00	0.00
28	Martifer					0.00
29	Media Capital		0.57	0.29	0.33	0.38
30	Mota-Engil Soc. Construções	0.36	0.45	0.45	0.44	0.33
31	Novabase	0.00	0.00	0.00	0.23	0.23
32	Orey Antunes	0.20	0.20	0.20	0.00	0.00
33	Portugal Telecom	0.52	0.48	0.39	0.33	0.35
34	Papelaria Fernandes	0.00	1.00	0.75	0.75	0.67
35	Pararede	0.00	0.00	0.00	0.60	
36	Portucel	0.57	0.57	0.57	0.43	0.00
37	PT Multimedia	0.67	0.67	0.57	0.18	0.38
38	Reditus	0.20	0.40	0.40	0.40	0.00
39	Rede Eléctrica Nacional SGPS, SA					0.27
40	Soares da Costa	0.60	0.75	0.71	0.00	0.00
41	Sacyr Vallehermoso		0.07	0.07	0.07	0.10
42	Sag Gest	0.71	0.71	0.71	0.56	0.00
43	Semapa	0.00	0.00	0.00	0.15	0.15
44	Sonae Ind. SGPS	0.82	0.77	0.27	0.36	0.30
45	Sonae SGPS	0.60	0.33	0.33	0.33	0.44
46	SonaeCom SGPS	0.33	0.33	0.27	0.18	0.20
47	Sonae Capital					0.00
48	Sporting SAD	0.33	0.33	0.00	0.00	0.00
49	Sumolis	0.14	0.43	0.00	0.00	0.00
50	Teixeira Duarte	0.60	0.60	0.00	0.00	0.00
51	Toyota Caetano			0.00	0.00	0.00
52	VAA SGPS	0.11	0.11	0.22	0.25	0.40

Anexo F – Rendibilidade dos Activos (ROA) das Empresas analisadas

Nº sequencial	Empresas	2003	2004	2005	2006	2007
1	Altri			3.58	2.73	3.34
2	BCP Millennium	0.65	0.72	0.98	1.24	0.70
3	Banco Espirito Santo (BES)	0.58	0.51	0.56	0.97	0.93
4	Banco BPI	0.63	0.8	0.83	1.13	0.92
5	Banco Popular Español				1.191	1.25
6	Banco Santander	0.6	0.7	0.9	0.95	1.05
7	Banif SGPS	0.44	0.51	0.73	0.85	0.33
8	Benfica SAD	-5.63	-4.2	-0.68	8.39	0.07
9	Brisa S.A.	3.35	4.48	6.93	3.79	4.75
10	Cimpor	6.02	7.73	7.27	7.92	6.64
11	Cires	0.06	-1.11	0.89	2.13	0.67
12	Cofina SGPS	2.64	5.2	4.59	4.47	2.72
13	Compta	-4.46	-18.21	-17.94	-16.26	3.14
14	Coriceira Amorim	1.4	2.84	2.86	3.58	4.11
15	EDP, Energias de Portugal	2.04	2.11	2.12	3.99	3.24
16	Estoril Sol SGPS, S.A.	-5.61	-0.2	0.85	4.57	4.57
17	Europac (Papeles y Cartones)				2.09	4.29
18	Finibanco SGPS	0.5	0.51	0.73	1.15	0.75
19	Fisipe	-25.71	-25.23	-6.27	1.27	-3.34
20	Futebol Clube do Porto, SAD	16.13	-1.26	-23	1.78	5.06
21	Galp Energia				14.47	13.59
22	Ibersol	5.32	7.21	8.03	5.67	6.67
23	Imobiliária Grão Pará	-1.89	-4.95	-7.49	1.37	-4.03
24	Impresa SGPS	-2.54	5.43	4.89	3.51	3.75
25	Inapa	0.13	0.75	0.21	-8.21	-1.20
26	Jerónimo Martins	2.77	4.14	4.64	5.79	4.83
27	Lisgráfica	-3.67	2.6	-7.69	-4.04	-11.97
28	Martifer		3.67	1.82	3.98	3.28
29	Media Capital		2.71	3.64	8.99	7.34
30	Mota-Engil Soc. Construções	1.24	1.72	1.85	2.17	3.18
31	Novabase	0.44	2.48	2.53	2.23	3.99
32	Orey Antunes	2.98	3.93	1.96	-1.95	1.93
33	Portugal Telecom	1.77	3.59	3.93	6.73	6.36
34	Papelaria Fernandes		-2.38	-4.04	-37.73	-4.52
35	Pararede	-32.09	9.31	-16.95	0.4	
36	Portucel	2.46	1.45	2.85	5.44	6.26
37	PT Multimedia	3.41	9.61	11.16	7.3	5.17
38	Reditus	-4.9	30.07	10.09	0.48	1.41
39	Rede Eléctrica Nacional SGPS, SA				12.85	3.66
40	Soares da Costa	-0.34	-0.43	0.06	1.05	1.52
41	Sacyr Vallehermoso		3	11	2	3.19
42	Sag Gest	3.03	3.32	3.94	3.11	4.74
43	Semapa	3.27	4.94	9.35	4.65	4.96
44	Sonae Ind. SGPS	-3.83	2.59	2.02	1.56	4.13
45	Sonae SGPS	1.19	3.75	8.13	4.08	5.08
46	SonaeCom SGPS	-1.59	1.7	0.15	-0.28	2.11
47	Sonae Capital					1.94
48	Sporting SAD	-12.4	60.75	0.31	12.73	0.42
49	Sumolis	1.15	-0.75	-1.25	1.15	0.14
50	Teixeira Duarte	0.6	1.6	4.51	4.83	4.79
51	Toyota Caetano			1.24	3.94	2.75
52	VAA SGPS	-12.13	-6.71	-11.24	-9.9	-10.39

Anexo G – Rendibilidade do Capital Próprio (ROE) das Empresas analisadas

Nº sequencial	Empresas	2003	2004	2005	2006	2007
1	Altri			14.36	24.55	29.81
2	BCP Millennium	15.35	15.96	17.74	20.32	12.63
3	Banco Espírito Santo (BES)	11.94	10.43	9.59	11.85	11.73
4	Banco BPI	13.35	15.65	21.23	27.59	19.52
5	Banco Popular Español				18.45	20.13
6	Banco Santander	16.7	18	25.6	17.31	16.64
7	Banif SGPS	7.33	10.55	16.23	13.02	7.52
8	Benfica SAD	-42.5	-45.06	-9.56	56.57	0.50
9	Brisa S.A.	11.25	13.18	18.39	10.75	15.06
10	Cimpor	19.35	22.76	18.20	18.48	16.89
11	Cires	0.13	-2.77	2.38	4.93	1.57
12	Cofina SGPS	12.65	18.28	21.16	16.98	15.72
13	Compta	-206.78	77.53	42.09	27.84	-7.08
14	Corticeira Amorim	3.89	7.44	7.15	8.71	9.98
15	EDP, Energias de Portugal	7.19	10.9	10.57	18.2	14.07
16	Estoril Sol SGPS, S.A.	-22.81	-1.14	4.86	24.34	17.95
17	Europac (Papeles y Cartones)				5.78	11.25
18	Finibanco SGPS	7.79	7.78	9.98	16.63	12.94
19	Fisipe	-280.62	-560.92	-31.25	4.26	-9.52
20	Futebol Clube do Porto, SAD	60.72	-5.25	-415.22	23.35	45.45
21	Galp Energia				37.24	32.20
22	Ibersol	14.81	20.19	18.67	18.08	17.04
23	Imobiliária Grão Pará	14.81	20.19	18.67	19.43	-11.58
24	Impresa SGPS	-10.67	15.52	16.46	11.46	10.95
25	Inapa	0.93	6	1.72	-117.1	-6.92
26	Jerónimo Martins	75.95	27.08	26.2	19.67	17.46
27	Lisgráfica	-56.42	21.34	-202.45	-383	426.28
28	Martifer		10.69	7.17	19.52	9.18
29	Media Capital		8.65	9.91	9.1	17.48
30	Mota-Engil Soc. Construções	6.78	9.75	11.12	13.3	27.85
31	Novabase	0.85	5.99	6.47	4.88	8.99
32	Orey Antunes	11.86	19.62	14.09	-2.66	6.85
33	Portugal Telecom	8.17	18.49	35.77	42.31	40.10
34	Papelaria Fernandes		-37.73	-4.04	-2.38	-120.67
35	Pararede	-281.31	15.71	-31.76	0.7	
36	Portucel	6.06	3.18	6.16	11.1	13.09
37	PT Multimedia	7.85	22.52	26.02	17.88	13.30
38	Reditus	-11.67	340.75	86.38	8.57	22.04
39	Rede Eléctrica Nacional SGPS, SA				52.46	14.43
40	Soares da Costa	-1.58	-2.79	0.35	5.46	9.07
41	Sacyr Vallehermoso		17.5	27	18.02	27.22
42	Sag Gest	26.67	29	31.2	22.21	31.39
43	Semapa	16.86	49.05	47.62	22.29	15.37
44	Sonae Ind. SGPS	-42.79	9.87	7.52	6.47	14.22
45	Sonae SGPS	19.65	25.66	44.95	19.93	22.06
46	SonaeCom SGPS	-8.03	7.03	0.38	-0.54	3.97
47	Sonae Capital					4.03
48	Sporting SAD	-19.51	161.15	0.91	29.72	-23.01
49	Sumolis	2.31	-1.44	-2.79	2.55	0.31
50	Teixeira Duarte	4.57	11.88	20.87	20.88	14.87
51	Toyota Caetano			3.67	11.09	6.51
52	VAA SGPS	-183.73	-154.77	121.7	-274.55	-117.77

Apêndices

Apêndice 1 – Principais marcos na evolução da temática do governo das sociedades

Ano	Evento	Proveniência
1600	Companhia das Índias introduz o "Court of Directors" que promove a separação entre a propriedade e controlo	Reino Unido e Holanda
1776	Adam Smith adverte para a fragilidade dos mecanismos de controlo e para os incentivos para a gestão	Reino Unido
1931	Berle e Means, publicam "The modern corporation and Private Property"	EUA
1985	Publicação do Relatório Vienot	França
1988	Acordo Basileia	Países do G10
1992	BCCI e Mirror Group	
1992	Relatório Cadbury	Reino Unido
1994	Publicação dos relatórios Rutteman, Greenbury	Reino Unido
1995	Relatório Vienot I	França
1997/98	Crise Asiática	
1997	Códigos e Recomendações	Filândia, Holanda, França
1998	Código Olivêça Relatório Hampel "Combined Code" Acordo Basileia II	Espanha Reino Unido Reino Unido Países do G10
1999	Códigos e Recomendações Princípios do governo das sociedades Relatório Vienot II Código Preda Recomendações da CMVM Relatório Turnbull	Grécia, Irlanda, Suécia OCDE França Itália Portugal Reino Unido
2000	Códigos e Recomendações	Alemanha, Bélgica, Dinamarca, Filândia, Roménia
2001	Enron	
2001	Recomendações da CMVM (revisão)	Portugal
2001	Códigos e Recomendações	Alemanha, Dinamarca, Holanda, Malta, Rep.Checa
2002	WorlCom, Vivendi e Universal	
2002	Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring Auditor Independence e Principles for Auditor Oversight Relatório Winter Código Cromme Códigos e Recomendações Sarbanes-Oxley (SOX)	IOSCO UE Alemanha Rússia, Austria, Chipre, Eslováquia, Hungria, Polónia EUA
2003	Ahold e Parmalat	
2003	Código Aldana Relatório Higgs e Relatório Smith Recomendações da CMVM (revisão)	Espanha Reino Unido Portugal
2003/04	Códigos e Recomendações	Chipre, Dinamarca, Lituânia, Eslovénia, Rep.Checa, Holanda
2005	Adopção das IFRS Recomendações da CMVM (revisão)	UE Portugal
2006	Publicação da Lei Comercial (JSOX)	Japão

Fonte: Silva et al (2006) e Tarantino (2008). Adaptado.

Apêndice 2 – Conceito de Governo das Sociedades

Autor	Definição
Mathiesen	“uma área em economia que investiga como se assegura ou motiva uma gestão eficiente das organizações através do uso de mecanismos de incentivos, tais como contratos ou legislação. Estes aspectos são limitados pela questão do crescimento do desempenho financeiro”.
Sir Adrian Cadbury in 'Global Corporate Governance Forum', World Bank, 2000	“focado no equilíbrio entre os objectivos económicos e sociais e entre os objectivos individuais e pessoais. O objectivo é encorajar o eficiente uso dos recursos. O foco assenta no alinhamento dos interesses individuais, empresariais e da sociedade”.
Simon Deakin, Robert Monks	“Governo das sociedades não é mais do que o modo como as organizações são dirigidas e controladas”.
Monks and Minow	“Governo das sociedades é a relação entre os vários participantes (CEO, gestores, shareholders, empregados) na determinação da direcção e desempenho das organizações”.
American Management Association	“Governo das sociedades é o modo como os investidores conseguem dos gestores o retorno do investimento, assegurando que este não utilizam o capital em projectos maus, e como os shareholders e os credores monitorizam a actividade dos gestores”.
International Chamber of Commerce	“Governo das sociedades é a relação entre os gestores e directores das organizações e os detentores do capital, pessoas e instituições que pouparam e investiram o capital no intuito de obter um retorno. Assegura que o Conselho de Administração prossegue os objectivos da organização e que esta respeita os regulamentos e a lei”.
US Business Round Table. White Paper on Corporate Governance	“Governo das sociedades não é um objectivo abstracto, existindo antes com o intuito de servir os propósitos das organizações fornecendo uma estrutura na qual os shareholders, directores e gestores possam prosseguir de forma mais efectiva os objectivos da organização.”
Corporate Governance Fórum of Japan	“Governo das sociedades por definição diz respeito à conduta do conselho de administração, que foi escolhido em nome dos detentores de capital.”.
ASX Principles of Good Corporate Governance and Best Practices Recommendations,	“Governo das sociedades é o sistema pelo qual as organizações são geridas. Este facto tem influência no modo como os objectivos institucionais são fixados e atingidos, como o risco é monitorizado e medido e como o desempenho é optimizado”.
Relatório Cardon Bélgica	“Governo das sociedades refere-se ao conjunto de regras aplicáveis à gestão e controlo de uma empresa.”
Relatório Norby Dinamarca	“Os objectivos, segundo os quais a empresa é gerida, e os princípios basilares e orientadores que regulam a interacção entre os administradores e os stakeholders”.

Fonte: Elaboração própria.