



Mestrado em Auditoria

**FACTORES QUE INFLUENCIAM O CUMPRIMENTO DAS
RECOMENDAÇÕES DA C.M.V.M. SOBRE O GOVERNO
DAS SOCIEDADES COTADAS EM PORTUGAL**

PEDRO ALEXANDRE TAVARES DA SILVA

**Dissertação apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e
Administração do Porto, do Instituto Politécnico do Porto, para a
obtenção do Grau de Mestre em Auditoria**

Orientadora: Prof.^ª Mestre Alcina Augusta Sena Portugal Dias

Porto | Setembro de 2011



MESTRADO EM
AUDITORIA

Factores que influenciam o cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades cotadas em Portugal

Autor **PeDrO Alexandre Tavares da SiLvA**
Aluno 2020062

Docente **Mestre Alcina Augusta Sena Portugal Dias**

Documento **Dissertação de Mestrado**

Âmbito Unidade Curricular | **Dissertação**
2.º Ano | 1.º e 2.º Semestres | Ano Lectivo 2009:2010 | Turma A23N

Porto | Setembro de 2011



Numa perspectiva de protecção do meio ambiente, este documento foi elaborado numa lógica de impressão frente e verso, razão pela qual existem algumas páginas deixadas propositadamente em branco.



Resumo

Com a globalização dos mercados as preocupações com o governo das sociedades têm vindo a centrar atenções crescentes, sendo actualmente considerado um dos factores do sucesso das organizações. As maiores preocupação e importância com esta matéria levaram a que vários organismos internacionais, públicos e privados, emitissem normas, tanto obrigatórias, como facultativas.

Em Portugal, o organismo regulador por excelência em *corporate governance* é a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), a qual emitiu, entre outros normativos, recomendações. O estudo empírico desenvolvido, através de modelos de regressão linear, pretende aferir os factores que influenciam o grau de cumprimento dessas recomendações, tendo por base as empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, no período de 2007 a 2009.

Os resultados evidenciam uma relação positiva entre o cumprimento das recomendações e o número de administradores independentes, o menor número de membros executivos na administração, a quantidade de reuniões efectuadas pelo órgão de gestão, o peso dos administradores na estrutura accionista da empresa, o facto de a auditoria externa ser efectuada por uma das *Big 4*, a existência de uma comissão/comité específica de governo das sociedades e o peso da remuneração dos administradores não executivos face aos executivos. Também se consegue obter evidência, embora com um nível de significância ligeiramente mais reduzido, que o facto de o Estado participar no capital social de uma empresa contribui para um maior cumprimento das normas recomendatórias da CMVM.

Palavras-chave

Governo das Sociedades, Recomendações, *Compliance*, Variáveis



Abstract

Title:

FACTORS THAT INFLUENCE THE PERFORMANCE OF C.M.V.M. RECOMMENDATIONS ON THE CORPORATE GOVERNANCE OF LISTED COMPANIES IN PORTUGAL

Globalization implies a great concern about corporate governance. Presently an increased attention is being granted to this issue providing it is considered one of the reasons for the success of organizations. The greatest concern and importance to this matter led several international organizations (public and private) to issue standards, both mandatory and optional.

In Portugal, the regulatory body for excellence as to corporate governance is Comissão do Mercado de Valores Mobiliários - CMVM. This body has issued specific guide lines that are assumed as recommendations. The empirical study developed was based on Euronext Lisbon listed companies - in the period from 2007 to 2009- using linear regression models, intended to assess the factors that influence the degree of compliance to these recommendations.

Results indicate a positive influence between its compliance and the following factors: number of independent directors, the lower number of executive members in the administration, the number of meetings held by the directors, the weight of the directors in the shareholder structure of the company, the fact of the external audit being conducted by one of the Big 4, the existence of a specific commission/committee on corporate governance and the weight of non-executive directors' remuneration in relation to the executive. Evidence also obtained, at a somewhat lower significance, related that State participation in the capital of a company, means a greater compliance with CMVM recommendations.

Key-words

Corporate Governance, Recommendations, Compliance, Factors



Agradecimentos

Agradeço a todos e a cada um daqueles que, de alguma forma, directa ou indirectamente, contribuíram para que a minha caminhada me trouxesse até aqui.

À minha professora orientadora, Mestre Alcina Augusta Sena Portugal Dias, pelo apoio e interesse demonstrado, bem como pelas críticas e sugestões apresentadas.

Ao Mestre Nuno Moutinho, pelo apoio, pela paciência e pela fulcral colaboração prestada, particularmente na fase de tratamento e análise de dados.

A todas as pessoas que, académica e profissionalmente, contribuíram para este percurso; pelo apoio, pela atenção, pelo ensinamento e pela paciência dispensados.

Aos professores e professoras que tive desde o início do meu percurso lectivo; a eles devo muito do que hoje sei.

Aos meus amigos e colegas que sempre me apoiaram, estiveram comigo e acreditaram nas minhas capacidades quando eu não acreditei; pela companhia, pela paciência, pela atenção, pelo apoio e pela contribuição que deram para o meu desenvolvimento enquanto pessoa e enquanto profissional; por terem partilhado comigo muitas preocupações e alegrias.

À minha família, por tudo o que me deu ao longo de todos estes anos.

A ti, que na presença és presente e que na ausência estás presente.



Abreviaturas

CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
EUA	Estados Unidos da América
GC	Grau de Cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico
UE	União Europeia



Índice

Resumo	v
<i>Abstract</i>	vi
Agradecimentos	vii
Abreviaturas.....	viii
Índice de quadros.....	xi
Índice de figuras	xii
Introdução	1

CAPÍTULO I

O governo das sociedades	5
1.1. Origem e enquadramento internacional.....	6
1.1.1. Governo das sociedades.....	6
1.1.2. Origem e evolução internacional	8
1.2. O governo de sociedades em Portugal.....	13
1.2.1. Enquadramento e evolução	13
1.2.2. Legislação sobre direito das sociedades e direito dos valores mobiliários	14
1.2.3. A CMVM como organismo regulador em Portugal.....	17
1.2.3.1. As recomendações da CMVM	17
1.2.3.2. Os regulamentos da CMVM.....	19
1.2.4. O contributo do IPCG	20
1.3. Factores preponderantes do governo das sociedades	22
1.3.1. Enquadramento	22



1.3.2.	Contribuição de estudos prévios para a formulação das hipóteses	26	
1.3.2.1.	<i>Composição do órgão de gestão</i>	26	
1.3.2.2.	<i>Remuneração do órgão de gestão</i>	31	
1.3.2.3.	<i>Estrutura accionista</i>	33	
1.3.2.4.	<i>Auditoria externa</i>	35	
1.3.2.5.	<i>Comissão de governo das sociedades e sector financeiro</i>	38	
CAPÍTULO II			
Metodologia de investigação			43
<hr/>			
2.1.	Apresentação do estudo	44	
2.2.	Descrição da amostra	51	
2.3.	Definição do modelo de análise	52	
2.4.	Análise prévia das variáveis	59	
CAPÍTULO III			
Resultados do estudo			65
<hr/>			
3.1.	Análise univariada simples	66	
3.2.	Análises multivariadas	68	
3.3.	Testes adicionais	74	
3.4.	Comparação e análise dos resultados	79	
Conclusões			87
<hr/>			
Referências bibliográficas			93
Apêndices			101



Índice de quadros

Quadro 1.1:	Fontes legislativas portuguesas do governo das sociedades.....	14
Quadro 1.2:	Resumo normativo português sobre governo das sociedades	21
Quadro 2.1:	Grau de cumprimento das recomendações	47
Quadro 2.2:	Principais estatísticas descritivas do GC	49
Quadro 2.3:	Características gerais do estudo.....	50
Quadro 2.4:	Caracterização da amostra por sector de actividade e por ano	52
Quadro 2.5:	Variáveis independentes e de controlo	57
Quadro 2.6:	Estatística descritiva das variáveis independentes e de controlo.....	59
Quadro 2.7:	Matriz de correlações para as variáveis.....	63
Quadro 3.1:	Resultados da análise univariada.....	67
Quadro 3.2:	Resultados da análise multivariada por variável independente.....	70
Quadro 3.3:	Resultados das análises multivariadas pelos conjuntos das variáveis independentes	71
Quadro 3.4:	Resultados da análise multivariada para a totalidade das variáveis independentes	73
Quadro 3.5:	Testes paramétricos e não paramétricos à média do GC.....	76
Quadro 3.6:	Diferenças no GC entre as empresas mais e menos cumpridoras	78
Quadro 3.7:	Comparação dos resultados das análises OLS efectuadas.....	80
Quadro C.1:	Conclusões do estudo	89
Quadro II.1:	Teste aos pressupostos do modelo OLS	133



Índice de figuras

Figura 1.1:	Evolução internacional do governo das sociedades	11
Figura 1.2:	Principais mecanismos de <i>governance</i>	25
Figura 1.3:	Resumo dos factores que influenciam o cumprimento das Recomendações	41



Introdução

O governo das sociedades (do inglês *corporate governance*) tem vindo a ganhar relevo crescente no panorama internacional nos últimos anos. Como consequência de fortes evoluções que sofreu, muito moldado pelas crescentes exigências dos mercados financeiros internacionais em termos de boas práticas de gestão, é actualmente visto como um dos factores chave para o sucesso das organizações.

É igualmente visto como um componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económico, bem como no reforço da confiança do investidor, pelo que tem hoje em dia um destaque natural no panorama económico mundial.

Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz. A presença de um sistema eficaz de governo das sociedades, tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Daí resultam custos inferiores na captação de capitais, que incentivam as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz, viabilizando assim um crescimento sustentável (adaptado de OCDE, 2004b).

Por consequência, o *corporate governance* tenta dar resposta a problemas como (i) a separação entre a propriedade e o controlo das organizações, (ii) o poder exercido por accionistas dominantes sobre os accionistas minoritários, (iii) as preocupações de luta contra a corrupção, (iv) o direito de informação de credores, trabalhadores, accionistas minoritários e investidores, entre outras questões.

Além disso, factores como a ética empresarial e a sensibilização das sociedades em relação aos interesses ambientais e sociais da comunidade em que a empresa se insere podem também afectar a sua reputação e o seu sucesso a longo prazo (OCDE, 2004b).



A importância do *governance* resulta ainda da necessidade ou conveniência de reagir a e/ou prevenir escândalos financeiros e colapsos de grandes empresas devidos a má governação (como foi o caso das americanas Enron e Worldcom ou da italiana Parmalat), globalização económica, liberalização dos mercados de capitais ou para atrair capitais e investimentos (Abreu, 2010).

E se dúvidas houvesse sobre a importância do *corporate governance* para o mundo globalizado em que hoje se vive, recorde-se que o Prémio Nobel da Economia de 2009 foi atribuído a Elinor Ostrom e Oliver E. Williamson pelo trabalho desenvolvido na investigação e análise desta matéria. Mais, um estudo levado a cabo pela McKinsey & Company¹ em 2002 revela que 56% dos investidores atribuem tanta ou mais importância à qualidade do *corporate governance* como ao desempenho financeiro de uma empresa. O mesmo estudo conclui que a grande maioria dos investidores está disposta a pagar um prémio pela adopção de boas práticas de *governance*.

Em resultado, os objectivos que assistem ao governo das sociedades são: melhorar o desempenho da organização; promover a gestão de risco; aumentar a confiança dos investidores no mercado de capitais; melhorar a reputação da organização através de melhor transparência e reporte da informação; e apoiar a prevenção e detecção de comportamentos fraudulentos (Almeida, 2005, citado por Morais, 2008).

Portugal não ficou alheio a esta tendência. Desde 1999 que o regulador, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), emite princípios e normas que regulam o governo das sociedades cotadas em Portugal. Neste seguimento, a própria CMVM tem feito, nos últimos anos, estudos anuais sobre a adesão das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* às suas Recomendações, atribuindo a cada empresa uma classificação, em percentagem, do seu grau de cumprimento. De notar que, muito embora as Recomendações possam assumir um carácter meramente recomendatório, o seu cumprimento pelas empresas cotadas “assume uma inegável relevância na promoção da qualidade do governo societário, designadamente pela criação de condições óptimas de participação dos accionistas na vida societária, e pela indução de práticas que respeitem o princípio da

¹ Designado “Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance”, realizado em Abril e Maio de 2002, com base em 201 investidores profissionais com activos sob gestão de 9 triliões de dólares americanos (USD), com incidência sobre 31 países de todo o mundo (Silva, 2006).



igualdade dos accionistas e previnam assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores” (CMVM, 2009a: 2).

Ao elaborar e apresentar aqueles relatórios, a CMVM tem presentes as “obrigações que sobre ela recaem (...), ao mesmo tempo que estabelece o dever de adoptar um Código de Governo, numa lógica de *comply or explain*. E é às autoridades de supervisão do mercado de capitais que cabe assegurar o adequado cumprimento de tais obrigações” (CMVM, 2009a: 3). Mas, para além da obrigatoriedade legal de o fazer, note-se a grande importância que tal avaliação tem e o impacto que causa nas empresas e no mercado.

De facto, a **importância** das boas práticas de *governance* é, hoje em dia, inquestionável. Contribuem para a reputação da empresa, atrair investidores, dar confiança aos *stakeholders* (funcionários, fornecedores, banca, Estado e clientes, entre outros), criar valor accionista, valorizar a empresa, dar prestígio, transparência do negócio e das contas, confiança dos mercados, reduzir riscos do negócio, melhorar a eficiência da empresa, evitar conflitos entre accionistas, captar investimentos, potencializar o desempenho da gestão, dar mais e melhor informação para o mercado, agilizar as relações entre accionistas e a gestão da empresa, entre outros contributos que se podem apontar.

Desta forma, as empresas têm todo o interesse em cumprir, cada vez mais, aquelas Recomendações. E os estudos da CMVM têm demonstrado isso mesmo, isto é, que o grau de cumprimento das Recomendações tem vindo a aumentar ao longo do tempo, ano após ano, tanto individualmente, como na globalidade das empresas².

O **objectivo** colocado para o presente trabalho é realizar um estudo, com base nos níveis de cumprimento divulgados pelo regulador, que analise se existem factores que estão intimamente relacionados com a maior adesão das empresas com capital aberto em Portugal a essas Recomendações, para os anos de 2007 a 2009. Para tal, ir-se-á analisar factores relacionados com a composição do órgão de gestão, a sua remuneração, a estrutura accionista, a auditoria externa e a existência de uma comissão autónoma de governo das sociedades no seio das empresas. A análise terá ainda em linha de conta outros factores colaterais, designados de controlo, considerados pertinentes para uma melhor compreensão

² Veja-se, a este respeito, os Relatórios Anuais de Avaliação do Cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM (CMVM, 2004, 2005b, 2006, 2008d, 2009a e 2011, para os anos, respectivamente, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 e 2009).



da interligação entre os demais factores. O objectivo final é mostrar se esses factores, apontados pela literatura, estão relacionados com o grau de cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal.

Em Portugal, apesar da sua importância e dos crescentes debate e preocupação, o governo das sociedades ainda não está muito desenvolvido e verifica-se um reduzido número de testes empíricos no país. Este trabalho pretende **contribuir** para um melhor conhecimento e interesse nesta linha de pesquisa, pois não se encontra na literatura existente um trabalho desta natureza e com este objectivo.

As **motivações** para a realização deste trabalho prendem-se essencialmente com a necessidade de conhecer os interesses que as empresas poderão ter e que as levam à divulgação de informação. Deste estudo podem ainda resultar interessantes conclusões na perspectiva do regulador, no sentido de que se passará a conhecer as contingências que afectam a divulgação de informação pelas empresas.

Relativamente à **estrutura**, a presente dissertação está organizada em três capítulos. No CAPÍTULO I começa-se por apresentar o conceito de governo das sociedades, seguindo-se uma abordagem à sua evolução e ao papel que as organizações mais relevantes a nível internacional têm tido para o seu desenvolvimento. De seguida faz-se uma exposição do enquadramento legal português, dando especial ênfase aos normativos existentes e às entidades reguladoras, com destaque nos normativos da CMVM (um dos quais será alvo do estudo empírico). Por fim, ir-se-á focar os factores que, segundo a literatura, são mais preponderantes para um melhor desempenho de *governance*, formulando-se hipóteses a testar no estudo empírico que se seguirá.

Depois do enquadramento teórico e da fundamentação das hipóteses, no CAPÍTULO II são apresentadas as bases e fundamentações práticas do estudo e apresentam-se os dados a analisar e a metodologia seguida. Apresenta-se ainda uma descrição das principais características das variáveis utilizadas.

Finalmente, no CAPÍTULO III os dados recolhidos serão analisados, tratados cientificamente e apresentados, aferindo-se acerca da verosimilhança das hipóteses teóricas formuladas. Para além da metodologia base formulada, serão feitos outros testes colaterais para ajudarem a perceber e interpretar quer os dados, quer os resultados obtidos.



CAPÍTULO I

O governo das sociedades

Neste primeiro capítulo efectua-se um enquadramento da temática do *corporate governance* em termos internacional e nacional, mostrando as suas origens e evoluções. Também são apresentadas as hipóteses que se irão estudar na abordagem empírica.

Para tal, é feita uma revisão de literatura do tema, fazendo sobressair os factores mais importantes para que se possa entender o tema em análise e servir de base para o estudo a realizar.

Começa-se por apresentar a noção e o contexto do tema, fazendo referência aos organismos que, no panorama internacional, têm um maior relevo na matéria (ponto 1.1).

Seguidamente faz-se uma apresentação das normas vigentes em Portugal no âmbito do *corporate governance*, quer as obrigatórias (direito comercial, direito dos valores mobiliários e CMVM), quer recomendatórias (CMVM), quer as facultativas (*soft law* do IPCG) (ponto 1.2).

Por fim, faz-se uma exposição dos factores que têm uma maior preponderância para as boas práticas de *governance*, fundamentando com a literatura existente, ao mesmo tempo que se vão formulando as hipóteses (ponto 1.3).



1.1. Origem e enquadramento internacional

1.1.1. Governo das sociedades

O **governo das sociedades**³ procura evitar os problemas que surgem da separação da propriedade e do controlo (designados problemas de agência), bem como relativamente aos accionistas maioritários e minoritários. Visa ainda melhorar a confiança dos investidores, que é necessária para o adequado funcionamento de uma economia de mercado, e melhorar a eficiência económica e o crescimento.

A CMVM⁴ define-o como um “sistema de regras e de condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado” (CMVM, 1999: 1).

Também o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG)⁵ entende que a expressão “governo da sociedade” designa o seguinte:

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 (Silva *et al.*, 2006: 12).

Na perspectiva legalista, o *corporate governance* designa “o complexo das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões respeitantes à administração e ao controlo (ou fiscalização) das sociedades” (Abreu, 2010: 7). Envolve

³ Corresponde à tradução mais corrente (e oficial da legislação portuguesa) da terminologia anglo-saxónica “*corporate governance*”. É designada por alguns autores como “governança da sociedade” (e.g. Abreu, 2010: 7), “governo da empresa” ou “governança corporativa”. Sublinhe-se, desde já, que quando se refere esta terminologia, quer-se referir, por defeito, no âmbito das empresas com capital accionista aberto (vulgarmente designadas como “empresas cotadas”).

⁴ Entidade pública, com poderes vinculativos, que regula, controla e fiscaliza os mercados mobiliários em Portugal.

⁵ Entidade privada, sem poderes vinculativos, que se debruça com questões relacionadas com o *governance*.



um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus accionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos (OCDE, 2004b).

Assim, o *governance* encerra um conjunto de mecanismos que pretende dar resposta a questões como: empresas com o capital fortemente disperso (dada a forte dispersão de capital, são os gestores – e não os accionistas – que tomam as decisões estratégicas e definem o rumo da empresa); empresas com accionistas maioritários (aqui os accionistas têm rosto e têm poder efectivo – o que pode possibilitar, *e.g.*, problemas de agência); empresas com vários accionistas minoritários com rosto (existe um ou vários accionistas que possuem posições minoritárias no capital, mas de alguma relevância, que exercem algum poder sobre a gestão); ou interesses dos accionistas versus outros interesses legítimos (o desígnio final do governo das sociedades é assegurar que as empresas são permanentemente geridas tendo em vista o cumprimento eficaz e eficiente dos objectivos com que foram constituídas e são mantidas) (adaptado de Silva *et al.*, 2006: 13-20).

Para além destes, o *corporate governance* tenta dar resposta a problemas que se colocam como (i) preocupações ambientais, éticas ou de luta contra a corrupção ou (ii) direito de informação de credores, trabalhadores, accionistas minoritários e investidores.

O governo das sociedades não envolve somente regras (jurídicas ou não, vinculativas ou não). Envolve outros instrumentos (mercados, investidores, iniciativa privada) e acarreta várias discussões acerca de experiências e modelos de governação. Não existindo um modelo óptimo de governo, cabe a cada empresa, individualmente, optar por aquele que entender que dê resposta às suas necessidades de forma mais adequada.



1.1.2. *Origem e evolução internacional*

O chamado *corporate governance movement* teve início na década de 70 do século passado nos Estados Unidos da América (EUA). Investigações do caso *Watergate* revelaram que muitas sociedades haviam financiado ilegalmente a campanha eleitoral de Nixon e subornado membros de governos estrangeiros; o sistema de direcção e controlo societários mostrava-se inadequado. Estes acontecimentos tiveram uma reacção que pouco se fez sentir (quer legislativa, quer privada). Já nos anos 90, algumas empresas, investidores e outras organizações publicaram códigos de boas práticas de governação. Mais recentemente, no início deste século, vários e graves escândalos financeiros e colapsos empresariais (p.e., Enron ou Worldcom) reavivaram a discussão, mas, desta vez, tiveram uma resposta legislativa pronta e forte: o *Sarbanes-Oxley Act of 2002* dos EUA, porventura a maior reforma do direito societário norte-americano desde os anos 30 (adaptado de Abreu, 2010: 9-10).

O movimento do governo das sociedades chegou à Europa na década de 90, mais concretamente ao Reino Unido. Igualmente desplotada por escândalos financeiros, rapidamente surgiram reacções em forma de “códigos” de *corporate governance* (o *Cadbury Report*, de Dezembro de 1992, é um dos primeiros e mais importantes). O movimento alastrou depois aos demais países da União Europeia (UE), por diversos factores: necessidade ou conveniência de reagir a e/ou prevenir escândalos financeiros e colapsos de grandes empresas devidos a má governação (como foi o caso da italiana Parmalat), globalização económica, liberalização dos mercados de capitais ou para atrair capitais e investimentos (adaptado de Abreu, 2010: 11)⁶.

Apareceram, então, em força dos códigos (também auto-intitulados relatórios, princípios, recomendações, guias, entre outros) de governo societário. Segundo Abreu (2010), antes de 1998 existiam dez códigos na UE (seis dos quais no Reino Unido) e depois, até princípios de 2002, surgiram mais vinte e cinco – de iniciativa privada na maioria dos casos. Silva (2006) acrescenta que publicaram-se entre 1991 e 2005, de entre os 25

⁶ Mais recentemente, a nível nacional, são de realçar os casos de escândalos financeiros do Banco Português de Negócios (BPN), Banco Privado Português (BPP) e Banco Comercial Português (BCP) (neste último a uma escala menor).



estados-membros da UE, 80 códigos de bom governo. Dos 25 países, apenas 3 não dispunham de um código.

Apesar de muitas iniciativas de origem privada, o enquadramento do governo das sociedades depende também da envolvente legislativa, regulamentar e institucional. Além disso, factores como a ética empresarial e a sensibilização das sociedades em relação aos interesses ambientais e sociais da comunidade em que a empresa se insere podem também afectar a sua reputação e o seu sucesso a longo prazo (OCDE, 2004b).

Não existe um modelo único de bom governo das sociedades, pelo que não existe, a nível internacional, nenhum “código”, “lei” ou “regulamento” que estabeleça obrigatoriamente um conjunto de normas a cumprir. No entanto, é possível identificar alguns elementos comuns subjacentes a um bom governo das sociedades. A este nível destacam-se algumas organizações que tiveram e têm um papel activo na procura de elevados níveis de governo das sociedades.

A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) deu um forte contributo que nesta matéria, fruto da multiplicidade e relevância dos países abrangidos e do peso que tem no panorama internacional. Em consequência de acontecimentos internacionais e tendo por base a ideia central de uma economia mais transparente e “justa”, a OCDE decidiu emitir em 1999 os designados “**Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades**” (adiante “Princípios”). Este conjunto de Princípios, embora sejam normas não vinculativas e boas práticas, passaram a constituir a base de iniciativas no domínio do governo das sociedades, tanto nos seus Estados-Membros, como em países terceiros. De facto, os Princípios tornaram-se uma referência internacional para decisores políticos, investidores, sociedades e outros sujeitos com interesses relevantes em todo o mundo. Silva (2006: 9) sublinha que os Princípios de *corporate governance* da OCDE são uma “referência, a nível mundial, na elaboração de códigos de bom governo”.

Estes Princípios estabelecem que o governo das sociedades: “(i) envolve um conjunto de relações entre a gestão, o conselho de administração, os accionistas (*shareholders*) e os outros interesses (*stakeholders*) na empresa; (ii) proporciona uma estrutura através da qual os objectivos da empresa, os meios para os atingir e medir são estabelecidos; e (iii) proporciona incentivos ao conselho de administração e à gestão para atingir os objectivos,



os quais são do interesse da empresa, dos seus accionistas e restantes *stakeholders*” (Almeida, 2005, citado por Morais, 2008: 7).

A lei norte-americana de 2002 que ficou conhecida por Sarbanes-Oxley Act, representou, a vários títulos, um importante marco na evolução recente do *governance*.

Em 2004 a IFAC decidiu fazer um estudo com o objectivo de criar linhas de orientação que tornassem as organizações mais eficientes para com a conformidade (governo das sociedades) e para com a criação de valor e utilização dos recursos. Este estudo incidiu sobre o designado *Enterprise Governance*, que significa o conjunto de responsabilidades e práticas exercidas pela gestão de topo com o objectivo de proporcionar uma linha estratégica (que assegure que os objectivos sejam cumpridos) que garanta que os riscos são geridos apropriadamente e que se certifique que os recursos da organização são usados com responsabilidade (no cumprimento dos objectivos definidos). Deste estudo, a IFAC concluiu que um bom governo das sociedades não garante o sucesso – há que aliar e balancear o *corporate governance* com o seu desempenho.

A União Europeia, por seu turno, historicamente teve três marcos importantes: (i) Estudo comparativo exaustivo dos códigos de governo das sociedades vigentes nos então quinze Estados membros da União Europeia, encomendado pela Comissão Europeia em 2001 (que concluiu que as divergências mais importantes nas práticas de *governance* resultavam mais das diferenças existentes entre o direito das sociedades e o direito dos valores mobiliários dos vários países do que de diferenças relevantes entre os respectivos códigos de governo); (ii) a elaboração do Relatório Winter II (publicado em Novembro de 2002, que incluiu um capítulo especificamente dedicado ao governo das sociedades, que poderá ser considerado o primeiro estudo sério de harmonização do tema no espaço comunitário – estudo esse que foi utilizado para a emissão de normas comunitárias nesta matéria); e (iii) o Plano de Acção sobre Direito das Sociedades, aprovado pela Comissão Europeia em 21 de Maio de 2003, de onde se destaca a revisão das 4.^a, 7.^a e 8.^a Directivas de Direito das Sociedades⁷.

⁷ A este respeito, o preâmbulo do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, faz uma sintetização da actuação da UE, como se descreve: “O aproveitamento dos textos comunitários concluídos com relevo directo sobre a questão dos modelos de governação e direcção de sociedades anónimas esteve igualmente na base da preparação deste decreto-lei. Na Europa, sobretudo na sequência do Plano de Acção sobre Direito das Sociedades, aprovado pela Comissão Europeia em 21 de Maio de 2003, foram iniciadas diversas medidas normativas relacionadas com o governo das sociedades. Destaca-se a revisão de alguns textos comunitários fundamentais, como a 4.^a, 7.^a e 8.^a Directivas de Direito das Sociedades, a que acrescem a Recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE, de



Em síntese, apresenta-se na figura seguinte uma cronologia da evolução internacional.

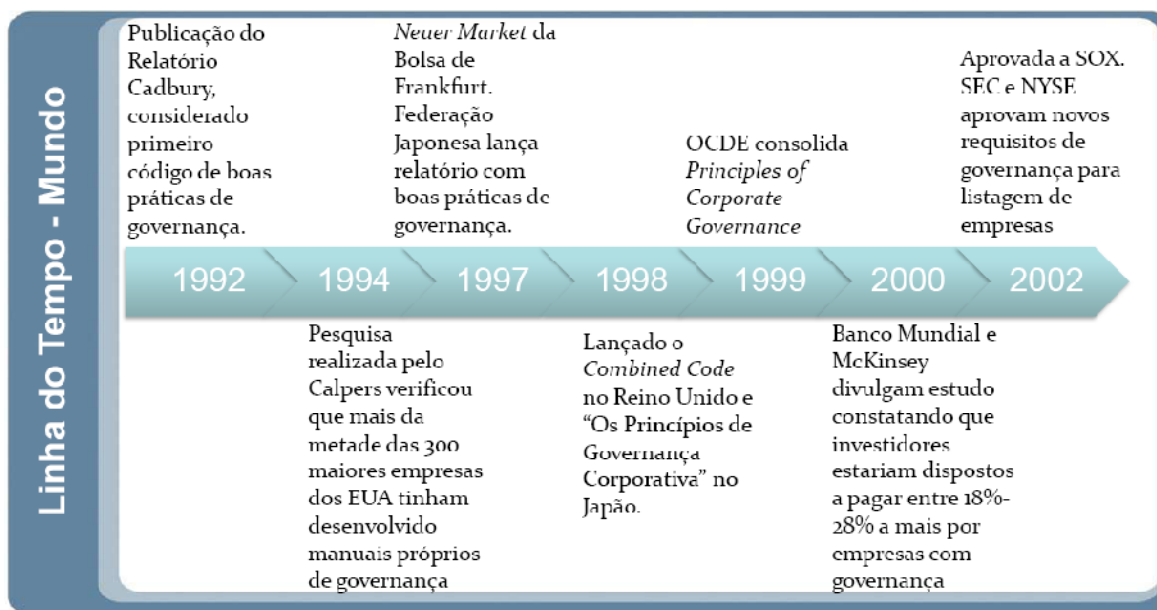


Figura 1.1: Evolução internacional do governo das sociedades

Fonte: In Sampaio (2009: 7).

A governação das sociedades, no século XXI, tornou-se uma preocupação maior das autoridades de supervisão do mercado, apostadas em preservar o regular funcionamento dessas entidades e das empresas a que elas dão forma. Contudo, a verdade é que o sistema de governo das sociedades é caracterizado por muitas regras de «*soft law*», correspondente à auto-regulação pelas próprias sociedades na procura do reconhecimento social e, consequente, afirmação no mercado (Cunha, 2010).

15 de Fevereiro, sobre o papel dos administradores não executivos, e a Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE, de 14 de Dezembro, sobre a remuneração dos administradores. Outros instrumentos comunitários recentes apresentam implicações em matéria de governo das sociedades, tais como a Directiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de Abril, sobre ofertas públicas de aquisição, e o Regulamento (CE) n.º 2157/2001, do Conselho, de 8 de Outubro, e a Directiva n.º 2001/86/CE, do Conselho, de 8 de Outubro, sobre sociedades anónimas europeias, transposta para o ordenamento jurídico nacional pelo Decreto-Lei n.º 2/2005, de 4 de Janeiro".

Mais recentemente, de referir que esteve em discussão pública até ao passado dia 22 de Julho de 2011 o "Green Paper on Corporate Governance", uma iniciativa relevante da UE aberta à contribuição de todos os Estados Membros, mostrando a preocupação actual com este tema por parte dos responsáveis europeus.



Todavia, o governo das sociedades não se coaduna com soluções absolutas aos problemas que trata. Tem, naturalmente, algumas das **limitações**. Silva *et al.* (2006: 26-31) apontam como limitações aos sistemas de *governance* as seguintes: (i) mercado de controlo das empresas: múltipla investigação académica sugere que o mercado de controlo das empresas (*takeovers*) tem uma relação fraca com o desempenho e é muito pouco impulsionado pelo mau governo das sociedades visadas, operando muito mais intensamente por força do factor dimensão; (ii) sistema remuneratório: os mecanismos remuneratórios que foram usados ao longo da década de 90 para alinhar os interesses entre gestores e accionistas, pelo menos em grande parte, falharam os seus objectivos, em prejuízo dos interesses das empresas; (iii) auditoria, divulgação de informação e controlo externo pelo mercado de capitais: os mecanismos de incentivo, baseados nos resultados ou nas cotações, não só terão falhado no alinhamento de interesses entre gestores e accionistas, como igualmente terão contribuído para a falência de outros mecanismos, como sejam a qualidade da informação reportada e o controlo passivo exercido pelos analistas financeiros; (iv) independência dos administradores externos: um outro aspecto do *corporate governance* sujeito a cepticismo é a acção dos administradores independentes, enquanto fiscalizadores e avaliadores do desempenho da equipa de gestão (em rigor não havia independência); (v) influência dos accionistas com rosto: os grandes accionistas – sejam ou não maioritários – têm interesse em influenciar as decisões dos gestores por forma a obter melhor desempenho, e têm mais poder para isso que os pequenos accionistas. A concentração da propriedade coloca o problema da eventual exploração dos pequenos accionistas pelos grandes accionistas; (vi) regulação e supervisão: os escândalos financeiros ocorridos no final dos anos noventa são, por si só, testemunho de que casos de mau governo podem acontecer, mesmo em países (como os EUA) reconhecidos como dispoendo de padrões de regulação e de supervisão de elevada exigência e que visam a protecção dos pequenos accionistas. A regulação e a supervisão, por si só, não garantem que as empresas sejam sistematicamente geridas no interesse dos seus accionistas e que estes sejam tratados de modo equitativo. Dada a relevância destes aspectos, alguns deles vão ser incluídos no estudo como preponderantes para o cumprimento das Recomendações.



1.2. O governo de sociedades em Portugal

Neste segundo ponto faz-se uma apresentação e descrição das entidades reguladoras em Portugal. Será efectuada uma exposição das normas vigentes no âmbito do *corporate governance*, quer as obrigatórias (direito comercial, direito dos valores mobiliários e CMVM), quer recomendatórias (CMVM), quer as facultativas (*soft law* do IPCG).

1.2.1. Enquadramento e evolução

O quadro normativo nacional sobre o governo das sociedades é abrangente, integrando preceitos não só recomendatórios, como também obrigatórios (quer de natureza legislativa, quer regulamentar), incluídos em diferentes diplomas, publicados em épocas distintas.

Foi sobretudo por via das Recomendações e Regulamentos publicados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários, desde 1999, sobre o governo das sociedades (em especial das cotadas), que este tema e o conjunto de regras que lhe estão associadas foram efectivamente introduzidos na prática empresarial portuguesa. Sumariamente, a actuação do regulador português pautou-se da seguinte forma:

De um modo geral, pode afirmar-se que, em Portugal, a produção normativa incidindo sobre questões ligadas ao governo das sociedades acompanhou, com alguma aproximação, a evolução internacional. Compreende-se que assim acontecesse, ainda que sem a pressão de escândalos societários internos: trata-se de um país de há muito integrado no espaço comunitário, sofrendo tradicionalmente a influência de outros ordenamentos jurídicos europeus e com uma economia fortemente aberta ao exterior (Silva *et al.*, 2006: 65).

Deixa-se, antes de mais, um pequeno quadro resumo das normas portuguesas (e respectivas fontes normativas).



Quadro 1.1: Fontes legislativas portuguesas do governo das sociedades

PRINCIPAIS FONTES NORMATIVAS RELATIVAS AO CORPORATE GOVERNANCE		
CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS 1986 e 2006	CÓDIGO DOS VALORES MOBILIÁRIOS 2000	RECOMENDAÇÕES E REGULAMENTOS DA CMVM
Composição, competências, deveres e funcionamento do... <ul style="list-style-type: none"> ▪ Conselho de administração / Conselho Fiscal ▪ Conselho Geral / Direcção ▪ Accionistas / Assembleia Geral ▪ Secretário da Sociedade 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Deveres de Informação ▪ Melos de divulgação ▪ Participações qualificadas ▪ Acordos parassociais ▪ Auditores ▪ Protecção dos investidores particulares 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Princípio “comply or explain” ▪ Relatório anual sobre o governo da sociedade ▪ Código do governo das sociedades ▪ Divulgação de informação ▪ Estrutura dos órgãos de administração e fiscalização ▪ Promoção do exercício do direito de voto ▪ Remuneração e controlo de riscos

Fonte: Adaptado de Silva (2006: 11).

1.2.2. Legislação sobre direito das sociedades e direito dos valores mobiliários

É no domínio do direito das sociedades e do direito dos valores mobiliários que se encontram os principais textos legislativos, sob a forma de códigos, com incidência geral no governo das sociedades.

O **Código das Sociedades Comerciais (CSC)**, em vigor desde 1986 e já objecto de várias alterações, integra as disposições cronologicamente mais antigas sobre a matéria, mas nem por isso menos importantes. Dele constam os princípios e regras básicas de gestão e controlo dos vários tipos de sociedades comerciais, representando significativa modernização da legislação comercial anterior.

A alteração recente e mais relevante que sofreu em matéria de *governance* foi através do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março. Efectivamente, o CSC incorpora, na parte respeitantes às sociedades anónimas, princípios e regras básicos de governo societário,



designadamente os relativos à composição, competência, poderes de gestão e deveres dos órgãos de administração, aos direitos e deliberações dos accionistas e à fiscalização das sociedades. Cunha (2010) sublinha que este diploma foi a mais ampla modificação do direito societário português desde 1986, e veio – no que toca ao governo –, em síntese:

- Administração e fiscalização da sociedade anónima: actualizar e flexibilizar os modelos de governação das sociedades anónimas (nomeadamente, admitindo a faculdade de ser adoptada uma nova estrutura orgânica de administração e fiscalização de sociedades (de raiz anglo-saxónica) e criando mecanismos que proporcionaram um rigor acrescido no equilíbrio e controlo dos órgãos sociais)⁸;
- Novos conceitos fundamentais do direito societário português: introduzir novos conceitos, tais como o de novo subtipo «grande sociedade anónima»⁹ (não cotada) e o de «membro independente de órgão social»¹⁰;

⁸ Após a reforma de 2006 ficámos com três principais modelos de organização societária (dois modelos monistas – anglo-saxónico e latino/clássico – e um dualista):

- **Modelo clássico (monista ou latino)**, que envolve um conselho de administração e um conselho fiscal. Caracteriza-se por ter um único órgão de administração, com funções de supervisão e de gestão, onde têm assento todos os executivos; a maioria dos seus membros deve ser não executivo e independente; modelo que prevalece em Portugal, Itália e Bélgica (Carreira, 2009). É o modelo tradicional português;
- **Modelo dualista**, resultante de um conselho de administração executivo (CAE), de um conselho geral e de supervisão (CGS) e ROC; Caracteriza-se por ter uma clara separação das funções executivas e de supervisão (não executivas) entre dois órgãos distintos; o CGS é constituído, na sua maioria, por não executivos independentes e o CAE totalmente composto por executivos; modelo que prevalece na Holanda e nas empresas do sector financeiro da Suíça (Carreira, 2009). Introduzido em Portugal em 1986;
- **Modelo anglo-saxónico**, que implica um conselho de administração com uma comissão de auditoria e ROC; Caracteriza-se por ter um único órgão de administração, com funções de supervisão e de gestão, onde tem assento o *Chief Executive Officer* (CEO) (por vezes também o *Chief Financial Officer* – CFO), mas não os outros executivos; a maioria dos seus membros são não executivos e independentes, constituindo entre si a Comissão de Auditoria do Conselho de Administração; os poderes executivos são delegados no CEO, normalmente suportado por um Comité de Direcção/Conselho de Administração Executivo; modelo que prevalece nos EUA e Reino Unido (Carreira, 2009). Introduzido em Portugal pela reforma de 2006.

Cada um deles admite sub-modelos. Segundo Cordeiro *et al.* (2009), conjugando tudo, temos nove modelos à disposição: (a) conselho de administração e conselho fiscal; (b) *idem* e fiscal único; (c) *idem* e conselho fiscal e ROC; (d) administrador único e conselho fiscal; (e) *idem* e fiscal único; (f) *idem* e conselho fiscal e ROC; (g) conselho de administração e comissão de auditoria e ROC; (h) conselho de administração executivo e conselho geral e de supervisão e ROC; (i) administrador único executivo e conselho geral e de supervisão e ROC.

⁹ Sociedades que, durante dois anos consecutivos, ultrapassam dois dos seguintes três limites: (i) total do balanço de € 100 milhões, (ii) vendas líquidas e outros proveitos de € 150 milhões e (iii) média de trabalhadores durante o período de 150 (cfr. artigo 413.º do CSC).

¹⁰ Esta reforma veio também introduzir algumas limitações no plano da legitimidade para o desempenho de determinados cargos sociais (ampliando a lista das incompatibilidades – até então de aplicação exclusiva apenas aos membros dos órgãos de fiscalização) e, ao mesmo tempo, criou a figura genérica do membro independente de órgão social (aplicável a membro do conselho fiscal, do conselho geral e de supervisão, da mesa da assembleia geral e administradores que integram a comissão de auditoria).



- Novos deveres legais dos membros dos órgãos de administração e fiscalização: diferenciar, por um lado, deveres de cuidado e deveres de lealdade e determinar, por outro lado, que estes últimos devem ter em conta os interesses não apenas dos sócios e dos trabalhadores, mas também de outros interessados na “sustentabilidade da sociedade”, como é o caso dos clientes, dos fornecedores e dos credores (isto é, dos *stakeholders*) (cfr. artigo 64.º do CSC).

Note-se que estes pontos são matéria presente em qualquer abordagem ao governo das sociedades, pelo que serão tidos em conta no estudo.

Mais recentemente, de realçar ainda a alteração introduzida pelo Decreto-Lei n.º 185/2009, de 12 de Agosto, que torna obrigatória, a partir do exercício de 2010 e em qualquer tipo societário¹¹, a disponibilização do *Relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário*, quando estas não estejam referenciadas no relatório de gestão (cfr. artigo 70.º do CSC). Note-se, uma vez mais, a importância que o *governance* tem no panorama empresarial e económico nacional.

O **Código dos Valores Mobiliários (CVM)**, em vigor desde Março de 2000, responde a exigências de regulamentação resultantes do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e sua integração no sistema financeiro, pelo que inclui no seu normativo um conjunto de dispositivos dedicados especificamente às sociedades com o capital aberto ao investimento público (abreviadamente, “sociedades abertas”), designadamente no que respeita aos deveres informativos, disciplina das deliberações sociais, protecção dos investidores, auditores e exercício do direito de voto.

Segundo Gomes (2005), em termos de auditoria, paralelamente ao sistema de fiscalização privada do CSC, estabeleceu o CVM um sistema de fiscalização externa adicional, no âmbito de aplicação definido pelo seu artigo 8.º, determinando que deve ser objecto de relatório elaborado por auditor registado na CMVM a informação financeira anual contida

¹¹ Repare-se que as normas existentes no CSC relativas ao *corporate governance* aplicam-se, em grande parte, apenas às sociedades anónimas e às sociedades cotadas. Este novo relatório aplica-se indistintamente a todas as sociedades comerciais: sejam, ou não, cotadas; sejam anónimas, por quotas, unipessoais por quotas, em nome colectivo ou em comandita.



em documento de prestação de contas ou em prospectos que: (a) devam ser submetidos à CMVM; (b) devam ser publicados no âmbito de pedido de admissão à negociação em mercado regulamentado; ou (c) respeitem a instituições de investimento colectivo. O CVM criou assim uma figura paralela à do ROC previsto no CSC: o auditor externo. Este é um mecanismo, formal e materialmente, de fiscalização externa, na medida em que o auditor externo não integra os órgãos sociais, exercendo com plena independência a sua actividade de verificação e certificação das demonstrações financeiras da sociedade. Dada a sua importância, este será igualmente um dos factores a ter em conta no estudo.

De salientar, ainda, que no plano das sociedades participadas pelo Estado português, foram impostos novos princípios à governação de empresas públicas, aprovados pela Resolução do Conselho de Ministros n.º 49/2007, de 28 de Março.

1.2.3. A CMVM como organismo regulador em Portugal

Fruto de influências internacionais, e na senda de acompanhar as tendências mundiais, Portugal não ficou alheio ao processo de evolução do governo das sociedades. A entidade que ficou com essa incumbência para o território nacional foi a CMVM. Sublinhe-se que a CMVM, enquanto entidade criada por lei, está sob a alçada do governo português, pelo que tem poderes vinculativos para com as entidades sobre as quais exerce controlo (em especial as empresas cotadas). Passa-se, agora, a apresentar sumariamente as principais recomendações e normas emitidas pela CMVM.

1.2.3.1. As recomendações da CMVM¹²

Com o objectivo de promover a normalização dos procedimentos, a CMVM emitiu primeiramente (em 1999) uma série de **Recomendações sobre o Governo das Sociedades**

¹² Veja-se, a este respeito, CMVM (2001a, 2003, 2005a, 2008a, 2008b e 2010a).



Cotadas, de natureza facultativa, que deveriam ser seguidas pelas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação num mercado regulamentado (empresas cotadas). Versam questões relacionadas com divulgação de informação, exercício do direito de voto e representação de accionistas, regras societárias, órgão de administração e investidores institucionais.

A primeira versão das recomendações – que configuraram (até à emissão do Código de Governo das Sociedades da CMVM, em 2008) o único código de bom governo, de aplicação geral, existente no país – foi publicada em 1999 e continha 17 recomendações sobre os principais aspectos de governo das sociedades, incluindo a de que as sociedades cotadas informassem acerca do seu próprio cumprimento. As recomendações foram revistas numa base bienal nos anos ímpares: em 2001 (com redução para 15, embora com introdução de novas matérias), em 2003 (com nova redução para 11, uma vez mais a par de alguns acrescentamentos e precisões) e em 2005 (com a elevação para 14).

Em sua substituição, em 2008 foi aprovado o **Código do Governo das Sociedades** da CMVM, que funciona igualmente como recomendações (portanto facultativas, ao contrário dos regulamentos) para boas práticas. A sua estrutura assenta em três pontos fundamentais (assembleia geral, órgãos de administração e fiscalização e informação e auditoria), num total de 44 recomendações (repare-se num aumento de 30 recomendações face à revisão de 2005).

O estudo empírico irá debruçar-se sobre o grau de cumprimento das recomendações da CMVM pelas empresas cotadas nos anos 2007 a 2009, pelo que sempre que são referidas as «Recomendações» está-se a mencionar ora as recomendações revistas em 2005, ora o Código de 2008.

Em Janeiro de 2010 foi elaborada uma alteração deste Código de Governo das Sociedades da CMVM (passando a acolher 55 recomendações, ou seja, mais 11 do que a versão anterior), fruto da publicação do Regulamento CMVM n.º 1/2010, bem como da publicação da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho e do Regulamento n.º 5/2008 sobre Deveres de Informação.



1.2.3.2. Os regulamentos da CMVM¹³

Dois anos após as primeiras Recomendações, a CMVM emitiu o seu **Regulamento n.º 7/2001** (que viria a ser revisto/alterado em 2003 – alteração mais importante –, 2005 e 2006), onde impõe às sociedades cotadas que emitam e publiquem “em capítulo do relatório anual de gestão elaborado especificamente para o efeito ou em anexo a este, um **relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário**” (artigo 1.º) (destaques do autor) e que prestem ainda informações adicionais no seu *site* da internet (artigo 3.º-A). Em anexo a este Regulamento é apresentado um Esquema de Relatório sobre o Governo da Sociedade de aplicação obrigatória.

No referido relatório, as empresas devem desde logo indicar, na designada “declaração de cumprimento” inicial, quais as Recomendações da CMVM que cumprem e apresentar justificação para as não cumpridas (técnica de *comply or explain*, cumprir ou explicar). Deste modo, a CMVM tornou vinculativo um procedimento até então meramente voluntário, com fundamento na sua insuficiente e deficiente prática pelas sociedades destinatárias. A restante informação exigida no relatório de governo acompanha de perto, e excede mesmo em alguns aspectos, as Recomendações, por este meio elevadas a deveres de informação.¹⁴

Com a publicação deste Regulamento é imposto um procedimento legal efectivo em termos de governo das sociedades em Portugal. Repare-se que até aí, existiam apenas recomendações, logo não vinculativas, aplicáveis apenas às empresas cotadas. Tal facto evidencia que o mercado português tomou uma nova consciência desta temática. A partir daí assistiu-se a uma maior abertura e transparência das empresas, mais informação para o mercado, investidores e accionistas, e, porventura o mais importante, começou a ganhar-se consciência de que o governo das sociedades era, de facto, uma questão central para o bom desempenho e a boa imagem das empresas.

Impulsionado (i) pela necessidade de revisão do Regulamento n.º 7/2001, (ii) pela revisão bienal do texto das Recomendações e (iii) pelas alterações introduzidas ao CSC pelo

¹³ Veja-se, a este respeito, CMVM (2001b, 2007, 2008c e 2010b).

¹⁴ Adaptado de Silva *et al.*, *op. cit.*, pág. 67.



Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, a publicação do **Regulamento da CMVM n.º 1/2007** (com a sua entrada em vigor em 1 de Janeiro de 2009) insere-se numa linha de continuidade de actuação da CMVM, revogando o Regulamento n.º 7/2001. A alteração mais relevante é ao conteúdo do relatório anual de governação.

Mais recentemente, foi publicado o **Regulamento da CMVM n.º 1/2010** para uma nova revisão das normas (entrou em vigor no dia 2 de Fevereiro de 2010). Como principal novidade face ao Regulamento anterior (n.º 1/2007), estabelece que as sociedades cotadas em Portugal “adoptam o código de governo das sociedades divulgado pela CMVM ou equivalente”. Desta forma, o Código de 2010 (ou um equivalente) é, tacitamente, de aplicação obrigatória. Esta permissão de adoptar de um código de bom governo diferente do sugerido pelo regulador vem na linha de influência que o *soft law* tem exercido na esfera do governo das sociedades.

1.2.4. O contributo do IPCG

Em Maio de 2004 foi criado o Instituto Português de *Corporate Governance*, uma **organização privada** com um âmbito de actividade centrado no governo das sociedades, constituindo a fonte mais influente de *soft law* em Portugal.

O IPCG definiu como principal missão, numa primeira fase, a elaboração de um **Livro Branco sobre o governo das sociedades em Portugal**, que veio a acontecer em 2006. Silva (2006) refere que os principais objectivos do Livro Branco foram contribuir para a divulgação do tema do governo das sociedades e das principais questões com ele relacionadas e apontar caminhos para a melhoria das práticas. É um documento bastante completo e extenso que, por um lado, explica o enquadramento internacional e nacional do governo das sociedades e, por outro lado, após um estudo a dez das empresas cotadas em Portugal, sugere um conjunto de 96 recomendações de governo das sociedades para empresas cotadas. Comparativamente com as normas da CMVM, este Livro Branco é um documento bem mais pormenorizado, detalhado e extenso. No entanto, sublinha Silva (2006: 20) “não se pretendeu entrar em conflito com as recomendações da mesma natureza



emanadas pela CMVM, nem se considerou uma restrição o actual enquadramento normativo”.

Mais tarde, foi lançado em forma de ante-projecto, no início de 2009, o **Código de Bom Governo das Sociedades** (IPCG, 2009), que incorpora, sem preocupação de ser exaustivo, outros normativos já em vigor, mas que servem de enquadramento lógico às propostas nele contidas. Assume-se como um conjunto de princípios e de recomendações.

Apresentadas que estão as principais fontes de governo das sociedades em Portugal, expõe-se no quadro 1.2 um resumo normativo para uma melhor percepção da evolução que teve.

Quadro 1.2: Resumo normativo português sobre governo das sociedades

Ano	Entidade Emitente	Documento
1999	CMVM	Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas [Revistas em 2003]
2001	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 7/2001 – Governo das Sociedades Cotadas [Revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2007]
2003	CMVM	Revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas [ainda em vigor]
2003	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 11/2003 – Regulamento de alteração ao Regulamento n.º 7/2001 [Revogado tacitamente pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2007]
2005	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 10/2005 – inclui alteração ao Regulamento n.º 7/2001 [ainda em vigor]
2006	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 3/2006 – Ofertas e Emitentes – inclui alteração ao Regulamento n.º 7/2001 [ainda em vigor]
2006	IPCG	Livro Branco sobre a <i>Corporate Governance</i> em Portugal do IPCG
2006	Governo	Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março
2007	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2007 – Governo das Sociedades Cotadas (revoga o Regulamento da CMVM n.º 7/2001) – entrada em vigor em 1 de Janeiro de 2009 [Revogado pelo Regulamento da CMVM n.º 1/2010]
2007	CMVM	Ante-Projecto do Código do Governo das Sociedades da CMVM
2008	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 5/2008 – Deveres de Informação – inclui alteração ao Regulamento n.º 1/2007 [ainda em vigor]
2008	CMVM	Código do Governo das Sociedades da CMVM [Revisto em 2010]
2009	IPCG	Ante-Projecto de Código de Bom Governo das Sociedades
2010	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2010 – Governo das Sociedades Cotadas



Ano	Entidade Emitente	Documento
		(revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2007) – entrada em vigor em 2 de Fevereiro de 2010
2010	CMVM	Revisão do Código do Governo das Sociedades da CMVM – tacitamente de aplicação obrigatória pelo artigo 1.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2010

Fonte: Elaboração própria. Nota: Destacam-se a negrito as mais relevantes.

1.3. Factores preponderantes do governo das sociedades

1.3.1. Enquadramento

Parece ser evidente que alguns bancos de investimento contribuíram para a estruturação financeira de operações não lícitas (que conduziram aos escândalos financeiros internacionais), que advogados prestaram a necessária assessoria jurídica, que auditores certificaram as contas das sociedades, e que os analistas financeiros e as sociedades de notação de risco fizeram por ignorar determinados indícios de práticas ilícitas. Paralelamente, os investidores actuavam no mercado baseando as suas opções de investimento em pressupostos totalmente errados, vivendo o mercado à margem da realidade, dando por certo um conjunto de informações que na realidade fora produzido para o efeito (Gomes, 2005).

Num mercado competitivo, os accionistas antecipam o risco de que a gestão dos recursos sociais pelos administradores não maximize o valor da empresa, mas sim o seu próprio benefício (investimentos de risco reduzido, diversificação de actividades, baixo endividamento, entre outros). Por seu turno, os mutuantes antecipam o risco que os administradores adoptem políticas de benefício próprio ou dos accionistas, em seu prejuízo. Estas políticas podem passar por: aumento dos dividendos, substituição de



activos, emissão de novos títulos de dívida, entre outros (Cândido Paz-Ares, 1996, citado por Gomes, 2005). Quanto maior for o risco, maior será o custo do financiamento e menor será a compensação dos administradores. Essa compensação poderá estar associada a uma participação significativa no capital social ou à reputação dos administradores. A perda de valor da empresa afecta a reputação dos seus administradores, reduzindo o seu valor no mercado laboral e aumentando a probabilidade da sua substituição ou da diminuição da sua retribuição. Assim, a pressão da concorrência força todas as partes envolvidas a investir em mecanismos de controlo do risco (os administradores em mecanismos de garantia e os investidores em mecanismos de fiscalização) até ao ponto em que o custo marginal do investimento iguale o benefício esperado de um menor “custo de agência” (*agency cost*) ou de um menor risco de incumprimento (Gomes, 2005).

Estas são apenas algumas das preocupações que o governo das sociedades encerra, e que levaram a uma revolução internacional do *governance* desde o início do século XXI até aos dias de hoje. De facto, os debates sobre a governação das sociedades aumentaram significativamente desde o final da década de 90, muito em resultado de reacções a situações de crise, procurando repor a segurança e a confiança nos mercados. O código Cadbury (1992) surgiu na consequência de graves escândalos societários ocorridos no Reino Unido. Os princípios da OCDE (1999) foram a reacção à crise asiática de 1997/98. Sarbanes-Oxley Act (2002) resultou dos casos de fraudes contabilísticas, acesso a informação privilegiada e evasão fiscal nos EUA. Deste modo, estas reacções surgiram para criar mecanismos de controlo face aos erros e lacunas do passado¹⁵.

Esses mecanismos de tomada de decisões e de fiscalização variam de país para país, e dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional podem variar de empresa para empresa. Porém, é frequente identificarem-se dois sistemas principais de governo das sociedades (igualmente considerados sistemas contabilísticos distintos) (Silva *et al.*, 2006: 20): (i) o sistema continental, igualmente designado por sistema baseado nas relações ou

¹⁵ A governação das sociedades tornou-se, assim, uma condição indispensável para a estabilidade do ambiente económico. É um novo modelo de gestão adoptado por empresas que procuram competir de forma diferenciada no mercado, valorizando a transparência como princípio norteador das relações estabelecidas nos diversos segmentos de negócios onde actua. Do ponto de vista contabilístico, Li e Qi (2008: 360) defendem que “o governo das sociedades garante a qualidade das informações contabilísticas divulgadas através de um conjunto de características da organização institucional. Um perfeito *corporate governance* pode reforçar o controlo intra-empresa e pode reduzir comportamentos oportunistas e menor assimetria de informações, pelo que tem um impacto positivo sobre a qualidade das informações divulgadas”.



sistema de controlo interno – conotado com o governo das sociedades da Europa continental e do Japão; e (ii) o sistema anglo-saxónico, também referenciado como sistema de controlo externo ou sistema de controlo pelo mercado – identificado com os EUA, o Reino Unido e os demais países de expressão e influência anglo-saxónica. Historicamente, Portugal posiciona-se mais tendencialmente no sistema continental.

Dadas as acentuadas diferenças entre cada um dos sistemas, parecia, à partida, que os problemas e soluções da governação societária seriam diferentes num e noutro sistema. Mas muitos dos problemas que se levantam são comuns a ambos, até porque as sociedades continental-europeias têm vindo a assemelhar-se com as anglo-saxónicas (nomeadamente, maior abertura aos mercados de capitais, mais casos de ofertas públicas de aquisição – OPA –, crescente importância dos investidores institucionais) (adaptado de Abreu, 2010: 14-20). O mesmo autor defende que “não obstante os sinais claros de convergência na governação das sociedades, não parece previsível nem predicável a convergência plena ou uniformidade. (...) E não existe um modelo único de boa governação societária” (p. 20).

Neste sentido, para Slomski *et al.* (2008), citados por Barbosa *et al.* (2009), a classificação dos principais mecanismos de *governance* é dividida em externos e internos¹⁶, como mostra o esquema (figura 1.2).

¹⁶ O *corporate governance* é visto como uma actividade da gestão de topo. Ele só é eficaz se também produzir resultados positivos em todos os níveis internos da organização, compreendendo essencialmente a boa performance na gestão de riscos e nos controlos internos, incluindo as questões de comportamento e conduta ética. Esta é, segundo Barros *et al.* (2008), citados por Barbosa *et al.* (2009), a conexão do *governance* com a auditoria interna, recordando que o governo das sociedades, juntamente com a gestão de risco e o controlo, constituem as três componentes do conceito actual de auditoria interna.

Morais (2008) reforça que “pode-se enfatizar que a auditoria interna contribui para o modelo de governação corporativa ao: actuar em áreas críticas da organização, promovendo a redução dos riscos de gestão; fortalecer o sistema de controlo interno por meio de uma eficiente supervisão; recomendar decisões que procurem solucionar falhas nos processos, melhorando o desempenho das organizações; garantir credibilidade e transparência no processo de prestação de contas e confiança nas informações fornecidas; provocar maior envolvimento e responsabilidade do órgão de gestão, órgão de fiscalização e Comité de Auditoria, face às recomendações mencionadas nos seus pareceres e relatórios.”

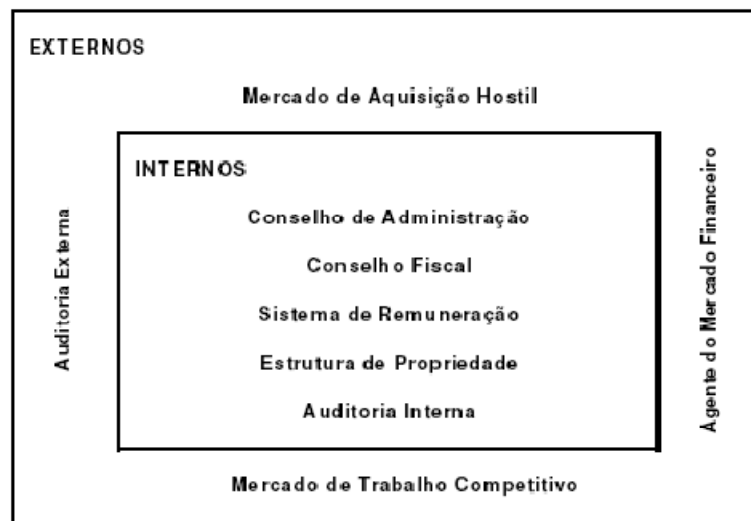


Figura 1.2: Principais mecanismos de *governance*

Fonte: In Slomski *et al.* (2008), citados por Barbosa *et al.* (2009: 6).

Confirmando este esquema, como consequência do problema de agência (primeiramente analisado por Jensen e Meckling, 1976), podem ser criados mecanismos internos para minimizar os conflitos de interesse entre os accionistas os administradores. Silveira (2002) apresenta como mecanismos o conselho de administração, o sistema de remuneração e a estrutura de propriedade.

Desta forma, os mecanismos mais relevantes de *governance* são a composição do conselho de administração, a sua remuneração, a estrutura accionista, a fiscalização externa e a fiscalização interna. É exactamente este conjunto de factores que serão usados no estudo para avaliar o cumprimento das Recomendações da CMVM.



1.3.2. Contribuição de estudos prévios para a formulação das hipóteses

De seguida são apresentados e expostos os factores que se afiguram como determinantes para o cumprimento das Recomendações, os quais serão devidamente testados e aplicados à realidade portuguesa para aferir da sua verosimilhança.

1.3.2.1. Composição do órgão de gestão

Sem os sistemas de controlo do governo das sociedades, os gestores tendem a desviar-se mais facilmente dos interesses dos accionistas. Como consequência, nos últimos anos uma boa parte do debate acerca dos mecanismos de governo tem-se centrado na actividade dos conselhos de administração (Cunha, 2005), constituindo um mecanismo de *governance* de primeira ordem, já que está situado no vértice dos sistemas de controlo interno (Jensen, 1993).

Os vários relatórios que regulam a conduta dos órgãos de gestão (como, por exemplo, o relatório Cadbury, para o Reino Unido, ou o relatório Vienot, para a França) reflectem a preocupação em ter órgãos eficazes para levar as empresas a melhorar o seu desempenho, tanto económico e financeiro, como de governo. A literatura existente sobre os conselhos de administração aborda questões como a composição, a independência ou o tamanho (Cunha, 2005), factores que, conseqüentemente, são entendidos como determinantes para influenciar o cumprimento das Recomendações.

A legislação portuguesa não impõe um número máximo de membros do órgão de gestão, apenas definindo que se trata de um órgão plural, com um número mínimo de administradores, que deve ser ímpar e não pode ser inferior a três (excepto para as sociedades com um capital social inferior a 200.000 euros, em que é admitida a possibilidade de um administrador único).

Correia (1993), citado por Cunha (2005), refere que alguns autores defendem a fixação de um limite máximo de membros do órgão de administração (para evitar uma eventual impossibilidade de tomada de decisões importantes ou a diluição de responsabilidades).



Contrariamente, um estudo levado a cabo por Raheja (2005) analisou qual a dimensão ideal de uma gestão de topo. Muito embora dependa das características da empresa e dos próprios gestores, atendendo a que deverá ter membros executivos e não executivos (e dentro destes incluir independentes), haverá uma tendência de optimização com um número mais alargado.

O número de gestores que compõem o órgão de gestão é, pois, uma característica relevante, na medida em que reflecte a capacidade de acompanhamento e controlo das actividades de gestão (Fama e Jensen, 1983). Enquanto aquela capacidade de intervenção pode aumentar com a inclusão de um membro adicional da gestão, os benefícios daí advindos podem ser suprimidos pelos custos em termos de perda de comunicação e tomada de decisão associada, em órgãos de gestão muito numerosos (Jensen, 1993, citado por Durães e Moutinho, 2010).

Para Denis e McConnell (2003), a figura dos *board of directors* serve basicamente para contratar, despedir, monitorizar e compensar os gestores (executivos), com vista a maximizar o valor accionista. Acrescentam que, em teoria, o *board* é um mecanismo efectivo de *corporate governance*. Na prática o seu valor é menos claro. As características mais importantes do *board* são o seu tamanho (número de elementos) e a estrutura (fracção de externos, i.e., independentes). O estudo levado a cabo por estes autores analisou os mecanismos individuais (em termos de países) de *governance*, em particular a composição do *board of directors* e da estrutura accionista.

Refira-se, no entanto, que Adams e Mehram (2005: 24) concluem que a “imposição de constrangimentos uniformes na estrutura do conselho de administração das empresas em diferentes indústrias pode ser contra-productivo”. Para o caso português, Silva (2009) conclui no seu estudo que as recomendações sobre a dimensão do órgão de gestão seguem uma lógica *one size does not fit all*.

Desta forma, está-se em condições de formular a primeira hipótese de estudo:

H_{1a} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado com a quantidade de membros do órgão de gestão



Relativamente à independência, tanto o código das sociedades comerciais, como as Recomendações da CMVM sublinham a necessidade de o órgão executivo autónomo (normalmente a comissão executiva), caso seja criado, reflectir, na medida do possível, o equilíbrio existente no órgão de administração entre os administradores ligados a accionistas dominantes e os administradores independentes.

Gomes (2005) recorda o seguinte:

Diversos estudos norte-americanos demonstram que a nomeação de administradores independentes é tida como positiva pelo mercado. ROSENTEIN e WYATT demonstraram em 1990 que o mercado tem uma reacção significativamente positiva na sequência do anúncio da nomeação de administradores independentes, enquanto o estudo de WEISBACH em 1988 sugere que o desempenho do CEO é melhor nas sociedades cujo conselho de administração é composto por uma maioria de administradores independentes (Gomes, 2005: 198).

Um estudo levado a cabo por Agrawal e Knoeber em 1996, analisou o uso de sete mecanismos de controlo de problemas de agência entre gestores e accionistas; são eles: gestores internos/accionistas, investidores institucionais, grandes investidores, uso de gestores externos, política de financiamento, políticas/leis laborais e mercado de controlo. Este estudo mostrou evidência empírica da interdependência destes factores em várias empresas. Adicionalmente, mostrou também que existe uma relação directa entre o desempenho da empresa e quatro destes factores: gestores internos/accionistas, gestores externos, política de financiamento e mercado de controlo. Assim, reiteram que “agency problems arise within firm whenever managers have incentives to pursue their own interests at shareholder expense” (pág. 1). Para estes autores, estes sete factores são formas de avaliar/controlar este problema¹⁷.

Peasnell *et al.* (2004), no seu estudo empírico às empresas do Reino Unido, concluíram que a independência do órgão de gestão está inversamente relacionada com a gestão de

¹⁷ Estes autores referem-se a vários estudos feitos relativos a esta problemática (e.g., Rosentein e Wyatt, 1990; DeAngelo e Rice, 1983; DeFusco, Johnson e Zorn, 1990; e Lambert e Larcker, 1985, entre outros).



resultados. Para Block (1999), o papel dos administradores independentes é igualmente um contributo positivo para os accionistas e a para própria sociedade.

Carcello *et al.* (2000) enfatizam que a qualidade da gestão de topo tem tido uma atenção crescente nos últimos anos. Existem expectativas cada vez mais altas acerca do seu desempenho, e existem muitos defensores dizendo que é necessário dar uma maior ênfase na diligência, independência e especialização dos membros dos órgãos sociais. Acrescentam também que já nos finais dos anos 1990 a Associação Nacional dos Gestores de Empresas (*National Association of Corporate Directors – NACD*) dos EUA declarou que uma «cultura profissional da gestão de topo exige que o processo de *governance* seja estabelecido colectivamente por cada um dos membros individuais do conselho» que possuam as seguintes características: independência, diligência e experiência. Uma série de outros estudos (e.g., Conger, Finegold e Lawler, 1998; João e Senbet, 1998; e Lorsch, 1995, todos citados) também mencionam que estas características são os principais ingredientes necessários para um efectivo cumprimento das suas funções de monitorização.

Face a este enquadramento, formulam-se mais hipóteses para o estudo a desenvolver.

***H*_{1b} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado com a proporção de administradores independentes no órgão de gestão**

***H*_{1c} O cumprimento das Recomendações surge negativamente associado com a proporção de administradores executivos no órgão de gestão**

Quanto à rotação dos administradores, a CMVM (2009b: 22) reitera que “mantém a convicção de que a rotação dos administradores constitui uma prática saudável de governo das sociedades que pode apresentar vantagens e que impede que os administradores cristalizem práticas, entendimentos e relações internas e externas”¹⁸.

¹⁸ Note-se que esta foi a principal crítica dirigida pelos respondentes da consulta pública prévia às actuais Recomendações sobre o Conselho de Administração, que incidem sobretudo sobre a recomendação relativa à rotação de pelouros (conforme referido em CMVM, 2009b).



Mais, o estudo de Farinha e Costa (2009: 10) “produz significativa evidência de uma relação negativa entre a rotação dos gestores e o desempenho anterior da empresa, resultado que é consistente com a hipótese de a rotação funcionar como um mecanismo de disciplina dos gestores”.

Refira-se ainda que Lopez-de-Silanes (1997) e Megginson, Nash e Van Randenborgh (1994), citados por D’Souza, Megginson e Nash (2001), encontraram uma relação positiva entre a mudança da gestão de topo e o valor de mercado e o desempenho das empresas alvo de privatização.

Assim, reitera-se a hipótese que se segue.

H_{1d} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado com a rotação de membros no órgão de gestão

A diligência da gestão de topo inclui factores como o número de reuniões do conselho/*board* e do comportamento dos seus membros individuais em torno dessas reuniões (por exemplo, uma preparação prévia para as reuniões, atenção e participação nas mesmas, e *follow-up* das reuniões). O único destes factores que é publicamente observável é o número de reuniões anual do conselho. Lipton e Lorsch (1992), citados por Carcello *et al.* (2000), sugerem que um grande obstáculo à eficácia da gestão é a falta de tempo para completar tarefas. Além disso, estudos anteriores (Conger, Finegold e Lawler, 1998; Libra, 1995; Vafeas, 1999; todos citados) sugerem que um aumento no número de reuniões do conselho pode aumentar a sua eficácia. Assim, um ponto de vista será que um *board* que demonstre uma maior diligência no desempenho das suas responsabilidades – medida pelo número de reuniões – procurará um maior nível de supervisão do processo de controlo interno, de monitorização e informação financeira, e, conseqüentemente, de *governance*. Também Vafeas (1999) usa o número de reuniões do *board* como medida da sua actividade.

Refira-se, ainda, que Adams e Mehram (2005) constatarem que o número de reuniões durante o ano tem vindo a diminuir com o tempo.

Esta perspectiva leva à formulação de mais uma hipótese de estudo:



H_{1e} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado com o número de reuniões anuais do órgão de gestão

1.3.2.2. Remuneração do órgão de gestão

O código das sociedades comerciais prevê que a remuneração dos administradores seja definida pela assembleia geral de accionistas ou por uma comissão criada especificamente para o efeito (artigo 399.º do CSC). Quanto à composição do pacote remuneratório, tem por base uma parte fixa e pode ser complementado por uma parte variável. A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento de interesses daqueles com os interesses da empresa, reduzindo, consequentemente, problemas de agência. Deste modo, incentiva a administração na prossecução de objectivos comuns, constituindo uma prática importante para um bom governo das sociedades.

Cazavan-Jeny *et al.* (2008) fizeram um estudo das empresas cotadas francesas intitulado “CEO compensations in a stakeholders’ regime: an empirical investigation with french listed companies” que indicou que o governo das sociedades tem um impacto significativo no nível da remuneração dos administradores.

Brick *et al.* (2005) analisaram a compensação do CEO e do presidente, utilizando as características da empresa, do CEO e variáveis de *governance*. Nesse estudo, encontraram uma relação positiva significativa entre a compensação do CEO e do presidente. Também encontraram evidências de que a compensação excessiva (tanto do presidente, como do CEO) está associada com um mau desempenho da empresa. Concluíram, então, que essa compensação excessiva se deve a uma disputa por favoritismo. A evidência sugere que a remuneração excessiva tem um efeito sobre o desempenho da empresa, que é independente das variáveis de má governação discutidas em estudos anteriores. No entanto, descobriram que a remuneração em excesso está significativa e positivamente relacionada com variáveis normalmente associados com a má governação.



Na mesma linha de pensamento, o estudo feito às empresas indianas por Parthasarathy, Menon e Bhattacharjee (2006) revela que, em geral, uma maior remuneração da gestão de topo não está necessariamente associada a um melhor desempenho das suas funções.

Os problemas de agência estão relacionados (entre outros) com a problemática da remuneração do órgão de gestão. Quando se atribuem retribuições não fixas, caso exista um grande peso das remunerações variáveis pode levar a que sejam praticadas acções que propiciem a compensação da administração em desfavor dos accionistas e demais *stakeholders*, o que leva a um cenário de piores práticas de *governance*.

Mas quando existem administradores não executivos, a sua remuneração pode ser interpretada em sentidos opostos: (a) caso se aproxime muito (ou mesmo ultrapasse) a dos membros executivos, pode levar a um desconforto destes, podendo, eventualmente, levá-los a não efectuarem os seus esforços de gestão (e de *governance*) a um nível desejável e alcançável – pode interpretar-se este cenário como uma medida de reforço da independência e do controlo da gestão executiva da empresa, levando a melhores práticas de governo das sociedades; (b) pelo contrário, no caso de as remunerações dos membros não executivos sejam relevantemente inferiores às dos demais membros, é possível enfrentar um cenário inverso, propiciando menos práticas de controlo e fiscalização entre os administradores. Desta forma, não é possível identificar, à partida, se este factor tem uma influência positiva ou negativa no cumprimento das Recomendações.

Face ao exposto, formulam-se as seguintes hipóteses de análise:

- H_{2a}** O cumprimento das Recomendações surge negativamente associado com a proporção da remuneração variável no total das remunerações dos membros do órgão de gestão
- H_{2b}** O cumprimento das Recomendações surge associado à proporção da remuneração dos membros não executivos do órgão de gestão na remuneração dos membros executivos do órgão de gestão



1.3.2.3. Estrutura accionista

As várias definições de governo das sociedades surgem associadas à perspectiva do problema de agência, que ocorre quando existem conflitos de interesses entre accionistas, gestores, credores e trabalhadores de uma empresa, originados pela separação entre a propriedade e o controlo.

O estudo de La Porta *et al.* (1999) veio confirmar que, exceptuando os EUA, a estrutura accionista mais comum nos países da OCDE é a concentração de propriedade. A elevada concentração da propriedade e a presença de grandes accionistas controladores tem vantagens e desvantagens para as empresas, conforme constata Cunha (2005).

Os *stockholders* (detentores do capital) procuram assegurar o retorno dos seus investimentos e devem considerar os mecanismos através dos quais podem exercer controlo sobre os gestores e outros responsáveis dentro da empresa. Daqui podem advir conflitos de interesses, pois cada um deles tem interesses diferentes (Jensen e Meckling, 1976).

Adam Smith (1776), citado por Denis e McConnell (2003), defende que quando a propriedade e o controlo das empresas não são totalmente coincidentes, existe um conflito potencial de interesse entre “proprietários” e gestores. No entanto, refere igualmente que existem benefícios nesta separação.

Os mecanismos de *governance* têm sido mais estudados nos EUA sob duas ópticas: interna e externa. Os principais mecanismos internos são o *board of directors* e a equidade na estrutura accionista. Já os principais mecanismos externos são o mercado de controlo (mercado accionista) e o sistema legal/regulatório (Denis e McConnell, 2003). Para estes autores, os efeitos de uma maior ou menor concentração accionista (e consequente influência na gestão) podem ser benéficos, ou não, para o governo das sociedades. No entanto, é razoável presumir que uma maior relação entre propriedade e controlo leva a uma redução dos conflitos de interesse e, consequentemente, um maior valor da empresa.

Shleifer e Vishny (1997), por seu turno, revelaram que a concentração accionista é um método universal de controlo que ajuda os investidores a terem o retorno do investimento.



Advertem, contudo, que embora muitos investidores possam ser um instrumento efectivo de resolver problemas de agência, eles podem igualmente trazer problemas adicionais.

No entanto, a globalidade da literatura faz prevalecer as vantagens da concentração accionista face aos seus inconvenientes.

Face a este conjugado, tem-se:

***H*_{3a} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado com a concentração accionista**

Batista (2009) identificou os capitais públicos como um determinante na escolha do modelo de *governance* a adoptar em Portugal, na medida em que os interesses de ambos os accionistas (públicos e privados) devem estar assegurados. Nesta medida, ir-se-á testar se as sociedades cotadas com participação do Estado têm melhor desempenho em termos de governo das sociedades.

***H*_{3b} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado com a proporção de capital detido pelo Estado**

Segundo Mueller (2005: 8) “a literatura mais antiga a lidar com a descrição da gestão e problemas de agência presume que o proprietário-gestor iria maximizar os lucros e, portanto, essa política de maximização do lucro apenas iria mudar quando houvesse uma separação entre propriedade e controlo. A suposição de que os proprietários-gestores são maximizadores de lucro é, no entanto, questionável” (tradução livre).

Li e Qi (2008) analisaram o impacto do *corporate governance* na adopção voluntária das normas em 100 empresas cotadas não financeiras chinesas no período 2003-2005 e chegaram a duas principais conclusões: por um lado, empresas com mais accionistas-gestores têm níveis mais altos de adopção voluntária das normas de *governance* e, por outro, existe uma grande correlação entre concentração accionista e grau de adesão voluntário.



Quanto a esta problemática dos gestores-accionistas e a sua influência na gestão, recorde-se que o problema de agência advém, exactamente, da sua separação e consequentes interesses distintos. Em termo gerais, enquanto o accionista quer o retorno do seu investimento, o gestor está mais preocupado no crescimento e sobrevivência da empresa (e, naturalmente, na sua compensação por isso). Caso haja uma aproximação destes dois “actores”, há uma tendência para que os conflitos de interesses se dissipem. Desta forma, é espectável assumir que o cumprimento das Recomendações aumente à medida que os problemas de agência diminuam.

Assim, formula-se a próxima hipótese em estudo:

H_{3c} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado com a proporção de capital detido pelos membros do órgão de gestão

1.3.2.4. Auditoria externa

As empresas cotadas portuguesas são obrigadas a ter, para além do Revisor Oficial de Contas estatutário, um auditor externo que esteja registado na CMVM e que não tenha quaisquer interesses/participações na empresa auditada. Existe uma exigência cada vez maior aos auditores externos, resultado: (i) da sua opinião afectar decisões dos investidores e outros agentes; (ii) da pressão dos mercados de capitais para uma melhoria do desempenho financeiro e (iii) do facto de a remuneração dos executivos vinculada aos resultados obriga a uma vigilância apertada no plano financeiro.

Furuta e Santos (2010) analisaram o mercado brasileiro sobre aspectos relacionados com a fiscalização das sociedades e concluíram que a escolha entre um “comité de auditoria” ou um “conselho fiscal adaptado” pode ser preponderantemente influenciada pelo facto de ser



auditada por uma das *Big 4*¹⁹, uma vez que estas oferecem um maior nível de *governance* e um valor agregado de mercado superior.

De um outro prisma, Martins e Moutinho (2007) sustentam que a escolha de uma *Big 4* leva a uma menor propensão para a gestão de resultados.

Deste modo, a presença das grandes empresas de auditoria tem uma influência tendencialmente positiva sobre o governo das sociedades. Desta forma, formula-se o seguinte postulado:

***H*_{4a} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado à escolha de uma *Big 4* para auditor externo**

No que respeita à remuneração dos auditores, esta questão é tanto mais relevante quanto, em determinados países como Portugal, acaba por ser o órgão de administração não só a determinar os honorários dos auditores, mas a desenvolver todos os contactos negociais com os mesmos. Este sistema permite que a administração da sociedade (objecto da fiscalização) pressione os auditores a serem mais complacentes, através da negociação dos honorários e outras condições contratuais. Esta questão assume uma relevância acrescida perante a prestação simultânea de serviços de auditoria e extra-auditoria. Perante esta situação, realça-se a necessidade de assegurar que os contactos entre a sociedade e os auditores se façam através de uma comissão de auditoria independente, assegurando alguma distância face aos interesses dos accionistas dominantes e dos administradores executivos e garantindo um espaço livre de pressões, adequado à revisão legal de contas pelos auditores (Gomes, 2005).

No estudo levado a cabo por Carcello *et al.* (2000), intitulado “Board characteristics and audit fees”, foi feita uma análise da relação entre as características da gestão e os honorários da auditoria externa nas empresas do *Fortune 1000*. Existiam argumentos teóricos que defendiam a possível relação entre estes dois aspectos. Um ponto de vista é que uma gestão mais independente, diligente e experiente estaria mais preocupada com a

¹⁹ Assim designadas por serem as quatro maiores empresas internacionais de auditoria e consultoria, a saber: Deloitte, KPMG, PricewaterhouseCoopers e Ernst & Young.



eficácia do desempenho das suas funções de acompanhamento e, por conseguinte, seria mais favorável à função de auditoria externa. Tal postura seria favorável à existência de uma auditoria mais aprimorada, aumentando assim os honorários de auditoria. Uma visão alternativa é que uma gestão mais independente, diligente e experiente reduziria a necessidade de avaliação, pelo auditor, do risco de controlo e substituiria alguns dos seus próprios controlos para a monitorização do auditor. Isto reduziria o esforço da auditoria, diminuindo assim os honorários. Fizeram, portanto, um estudo para analisar a relação entre a independência, diligência e experiência da gestão e os honorários de auditoria. Como medidas de análise utilizaram a percentagem de membros externos para a independência, o número de reuniões durante o ano para a diligência e a média do número de cargos de gestão ocupados pelos gestores executivos para a experiência. Consistente com o primeiro ponto de vista, Carcello *et al.* (2000) descobriram uma correlação positiva e significativa entre a independência, diligência e experiência da gestão e os honorários da auditoria. Concluíram, então, que uma gestão mais independente, diligente e experiente não aparece para substituir a profundidade/alcance da auditoria, mas antes para complementá-la.

Agrawal e Cooper (2007) estudaram a remuneração da gestão e do auditor externo de empresas dos EUA após a sucessão dos escândalos financeiros internacionais. Concluíram que a remuneração dos primeiros está positivamente relacionada com os honorários dos segundos, o que não se coaduna com uma boa prática de *governance*. Assim, tem-se:

***H*_{4b} O cumprimento das Recomendações surge negativamente associado com a proporção dos honorários do auditor externo na remuneração total dos membros do órgão de gestão**

Para Gomes (2005), a prestação simultânea de serviços de auditoria e de serviços extra-auditoria é um dos temas mais discutidos no âmbito da reforma do regime jurídico da fiscalização de sociedades, tanto nos Estados Unidos como na Europa. Segundo John Coffee (por si citado), uma das principais causas das fraudes nos Estados Unidos foi o aumento exponencial dos incentivos dos auditores para colaborar com os seus clientes ao longo dos anos 90, à medida que as principais sociedades de auditoria (as então chamadas *Big Five*) se aperceberam do quanto podiam beneficiar com a prestação simultânea de



serviços de auditoria e extra-auditoria. Ainda segundo o mesmo autor, este facto gerou dois problemas. Em primeiro lugar, criou um incentivo para os auditores quererem agradecer aos seus clientes e, em segundo, permitiu aos clientes pressionar os seus auditores, ameaçando dispensar os seus serviços de consultoria.

De realçar que o problema da prestação simultânea de serviços de auditoria e extra-auditoria se verifica também em Portugal, onde, de acordo com um estudo da CMVM [de 2003], cerca de 50% das receitas das sociedades de auditoria provêm da prestação de serviços extra-auditoria (Gomes, 2005). Acrescenta ainda que a posição cautelosa assumida pela Comissão Europeia (via recomendação), baseada num sistema de princípios gerais (e não numa proibição expressa) parece ser mais adequada face à fragilidade da independência do auditor – causada pela prestação de serviços extra-auditoria – apesar de não reforçar a confiança dos investidores na profissão em tão larga medida como o Sarbanes-Oxley Act.

Assim, a independência do auditor leva à formulação de mais uma hipótese:

H_{4c} O cumprimento das Recomendações surge negativamente associado com a proporção dos honorários do auditor externo em serviços não relacionados com auditoria e revisão legal das contas

1.3.2.5. Comissão de governo das sociedades e sector financeiro

A autonomização, numa comissão/comité independente, das funções relacionadas com a verificação e acompanhamento das práticas de *governance* seguidas pela empresa, constitui um contributo inegável para a fiscalização interna da sociedade. De facto, o governo das sociedades é transversal a toda a organização e abrange, entre outros, a área de auditoria interna (conforme resulta da própria definição de auditoria interna) e o órgão estatutário de fiscalização interna (conselho fiscal, fiscal único, comissão de auditoria ou conselho geral e de supervisão/comissão para matérias financeiras, conforme o modelo



societário seguido). Por consequência, a comissão de governo das sociedades constitui, por inerência, um mecanismo interno para a promoção das boas práticas de *governance*.

Um outro comité, característico das empresas norte-americanas, é o comité de nomeações. Entre as funções mais importantes deste comité, que deve funcionar de modo independente dos administradores executivos, destaca-se a de proceder à nomeação de novos administradores, fazendo a respectiva proposta à assembleia geral, quando está em causa a sucessão natural ou a substituição, por mau desempenho, dos administradores executivos. A percentagem de empresas integrantes do índice S&P 500 que têm um comité de nomeações é de 93 por cento, ao passo que entre as empresas integrantes do índice FTSE essa percentagem é de 16 por cento (Silva *et al.*, 2006).

Martins e Moutinho (2007: 801) sustentam que “recente literatura mostrou preocupação sobre a necessidade de uma verdadeira independência dos administradores independentes, referindo que, quando os gestores tomam parte no processo de nomeação, a sua nomeação poderá ficar comprometida”.

O presente estudo não tem, contudo, em linha de conta a existência de um comité/comissão de nomeação e remuneração (ou equivalente), uma vez que se verificou, nas empresas em que ele existe, que umas posicionavam-no na dependência da assembleia geral, enquanto que outras posicionavam-no sob a alçada do conselho de administração. Mais, as funções e características do comité/comissão variam consideravelmente de empresa para empresa. Face à ausência de características uniformes, decidiu-se, a bem do rigor e da exactidão estatística, não incluí-lo. Fica, todavia, a referência.

Desta forma, é formulada mais uma hipótese:

***H*_{5a} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado à existência de uma comissão de governo da sociedade**

Adicionalmente, é também considerado como um factor determinante para o cumprimento das Recomendações o facto de uma empresa fazer parte do sector financeiro.



Com efeito, cada empresa tem características próprias, características essas que se acentuam quando se comparam diferentes sectores de actividade. Hermalin e Weisbach (2003) referem que o *governance* difere de indústria para indústria. Torna-se, então, importante compreender as práticas de governo em cada indústria/sector. Ao analisar os bancos e as empresas não financeiras nos EUA, Adams e Mehran (2005) referem que as estruturas de governo das sociedades são específicas nas indústrias e sugerem que as diferenças na governação das empresas devem-se a diferentes oportunidades de investimento e à presença de regulação. Por consequência, existem estudos na área do governo das sociedades que, dada a especificidade da actividade e dos normativos bancários, não incluem nas suas amostras as empresas deste ramo.

De facto, o sector bancário/financeiro tem características próprias: por um lado, são fortemente regulados, altamente endividados e mais opacos do que as empresas não financeiras; por outro, desempenham um papel bastante relevante na economia, atribuindo crédito e captando recurso. Adams e Mehran (2005) defendem, ainda, que os bancos têm mais, em regra, diversos *stakeholders* com interesse na sua actividade e que influenciam o seu desempenho, de onde se destacam gestores, investidores, depositantes e reguladores. Mais, Ciancanelli e Gonzalez (2000), citados por Durães e Moutinho (2010: 7), afirmam que “o governo da empresa nos bancos deve ser diferente das empresas não financeiras”. Também Sinha (1998), citado pelos mesmos autores, mostra que o ambiente regulador bancário tem implicações no *governance* dos bancos.

Consequentemente, dada a influência que sofre de vários agentes, pode aferir-se que as empresas do sector financeiro tendencialmente são mais cumpridoras das Recomendações. Formula-se, assim, a última hipótese de estudo.

***H*_{5b} O cumprimento das Recomendações surge positivamente associado às empresas do sector financeiro**



Em síntese, apresentam-se de seguida (figura 1.3) os principais factores que a literatura aponta como preponderantes para influenciar as empresas a cumprir as recomendações sobre governo das sociedades.

<p>EXTERNOS</p> <p>Auditoria externa</p> <ul style="list-style-type: none">Escolha de uma <i>Big 4</i> para auditor externoProporção dos honorários do auditor externo na remuneração total dos membros do órgão de gestãoProporção dos honorários do auditor externo em serviços não relacionados com auditoria e revisão legal das contas <p>Sector financeiro vs Não financeiro</p> <ul style="list-style-type: none">Empresas do sector financeiro
<p>INTERNOS</p> <p>Composição do órgão de gestão</p> <ul style="list-style-type: none">Quantidade de membros do órgão de gestãoProporção de administradores independentes no órgão de gestãoProporção de administradores executivos no órgão de gestãoRotação de membros no órgão de gestãoNúmero de reuniões anuais do órgão de gestão <p>Remuneração do órgão de gestão</p> <ul style="list-style-type: none">Proporção da remuneração variável no total das remunerações dos membros do órgão de gestãoProporção da remuneração dos membros não executivos do órgão de gestão na remuneração dos membros executivos do órgão de gestão <p>Estrutura accionista</p> <ul style="list-style-type: none">Concentração accionistaProporção de capital detido pelo EstadoProporção de capital detido pelos membros do órgão de gestão <p>Comissão de governo das sociedades (Auditoria interna)</p> <ul style="list-style-type: none">Existência de uma comissão de governo da sociedade

Figura 1.3: Resumo dos factores que influenciam o cumprimento das Recomendações

Fonte: Elaboração própria, adaptado de Slomski *et al.* (2008), citados por Barbosa *et al.* (2009: 6).



Resumo

O corporate governance representa um conjunto de boas práticas de governação/gestão de empresas de modo a tentar otimizar os interesses da própria empresa (sinteticamente, sobrevivência sustentada e crescimento a longo prazo), com os dos detentores do capital (criação de valor quer para os maioritários, quer para os minoritários, ambos designados stockholders ou shareholders) e os dos restantes interessados (trabalhadores, clientes, credores, Estado, sociedade em geral, entre outros, designados stakeholders).

Apesar de o seu início datar dos anos 70 nos EUA, foi no final do século XX e início do XXI que o governo das sociedades, em consequência dos grandes escândalos financeiros, assumiu uma importância crescente no panorama internacional, tendo feito surgir, quer por parte dos organismos reguladores nacionais e internacionais, quer por iniciativa privada, um conjunto de normas, regras e códigos de bom governo, cada vez mais adoptados e cumpridos pelas empresas.

Pode afirmar-se que Portugal tem acompanhado, na generalidade, as tendências internacionais de regulamentação sobre corporate governance e que o grau de cumprimento crescente das regras (como se verá mais à frente), por parte das empresas cotadas, tem reflectido os seus resultados.

Apesar de já existirem, na legislação comercial portuguesa, normas sobre governo das sociedades desde há décadas, só a partir de 1999 começou-se a ter uma preocupação efectiva, atribuindo-se à CMVM a responsabilidade de ser o regulador de referência nesta matéria. As suas recomendações (actual código) e os seus regulamentos são a fonte normativa principal em Portugal. De referir, também, o contributo importante que o IPCG veio dar, com propostas que embora não vinculativas, são mais completas, detalhadas e exigentes que as do regulador.

Todas as normas e recomendações existentes são baseadas nas melhores práticas internacionais. Essas boas práticas estão relacionadas com diversos factores. Os factores preponderantes relacionados com o governo das sociedades, apontados pela literatura, estão relacionados com a composição da administração, a sua remuneração, a concentração accionista, a auditoria externa, a existência de uma comissão específica de governo das sociedades no seio das empresas e a pertença ao sector financeiro. Foram estes factores que deram origem às hipóteses formuladas, as quais se irão testar acerca da relevância para o cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal.



CAPÍTULO II

Metodologia de investigação

Neste segundo capítulo entra-se na parte prática do trabalho. Pretende-se efectuar um estudo empírico que aborde a problemática dos factores que influenciam o cumprimento das Recomendações sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal.

Primeiramente é feita uma apresentação do estudo, identificando o objecto de mesmo, dando a conhecer o histórico do grau de cumprimento das Recomendações e apresentando o método científico adoptado (ponto 2.1).

De seguida faz-se uma caracterização da amostra de empresas analisadas, permitindo enquadrar melhor no estudo (ponto 2.2).

A partir das hipóteses formuladas atrás, são definidas as variáveis de estudo (ponto 2.3) e é feita uma primeira abordagem aos dados recolhidos (ponto 2.4).

O âmbito temporal desta análise será os anos de 2007 a 2009.



2.1. Apresentação do estudo

Em matéria de governo das sociedades, apenas as disposições do Código das Sociedades Comerciais, do Código dos Valores Mobiliários e dos Regulamentos da CMVM têm poder vinculativo e carácter obrigatório junto das empresas cotadas. Todos os demais códigos, recomendações ou outros normativos assumem um carácter de orientação, preferencialmente a serem seguidos, na medida em que (i) não contrariam as disposições obrigatórias, (ii) ajudam, inclusive, a cumpri-las e (iii) contribuem para um bom governo das sociedades.

O Código de Governo das Sociedades da CMVM (CGS), emitido em 2008, bem como as anteriores recomendações, não têm, por si só, força vinculativa. No entanto, o número 2 do artigo 1.º do Regulamento da CMVM n.º 1/2007 (que esteve em vigor para os exercícios 2008 e 2009) dispõe que as sociedades cotadas, na divulgação do seu Relatório anual sobre o Governo da Sociedade (destaques do autor) “**devem** ter por referência o **código de governo das sociedades** divulgado pela CMVM”²⁰. Neste conjugado, e uma vez que não é prática corrente das empresas cotadas portuguesas adoptarem um código de *governance* diferente do determinado pelo regulador, o CGS ganha uma relevância acrescida, sendo, através do termo “*devem*”, de aplicação obrigatória. No entanto, a CMVM continua a referir-se ao código como sendo «recomendações», igual referência que faz às próprias recomendações que o antecederam²¹.

A CMVM, enquanto organismo regulador e no âmbito das suas competências específicas em matéria de *governance*, faz análises anuais ao grau de cumprimento das Recomendações, emitindo, para o efeito, Relatórios Anuais de Avaliação do Cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM (veja-se CMVM, 2004, 2005b, 2006, 2008d, 2009a e 2011, para os anos, respectivamente, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 e 2009).

²⁰ Só a partir do Regulamento n.º 1/2010 da CMVM foi admitida a possibilidade de adopção de um Código alternativo, mas que deverá ser “equivalente” ao da CMVM, abrindo a possibilidade à adopção do *soft law*.

²¹ De notar que, muito embora as Recomendações possam assumir um carácter meramente recomendatório, o seu cumprimento pelas empresas cotadas “assume uma inegável relevância na promoção da qualidade do governo societário, designadamente pela criação de condições óptimas de participação dos accionistas na vida societária, e pela indução de práticas que respeitem o princípio da igualdade dos accionistas e previnam assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores” (CMVM, 2009a: 2).



Ao elaborar e apresentar aqueles relatórios, a CMVM tem presentes as “obrigações que sobre ela recaem (...), ao mesmo tempo que estabelece o dever de adoptar um Código de Governo, numa lógica de *comply or explain*. E é às autoridades de supervisão do mercado de capitais que cabe assegurar o adequado cumprimento de tais obrigações” (CMVM, 2009a: 3).

As bases das análises efectuadas pela CMVM são os relatórios anuais de governo da sociedade e também outras informações, nomeadamente as convocatórias das assembleias gerais que decorreram em cada ano em análise, os questionários enviados às empresas, as informações recolhidas nos *sites* oficiais da internet das sociedades e ainda as respostas das sociedades ao Anexo II do Regulamento n.º 1/2010 (esta última apenas aplicável para o exercício de 2009).

Tais relatórios tecem, não apenas uma análise descritiva detalhada do âmbito geral de enquadramento das suas regras de governo das sociedades, mas também uma descrição individual de cada Recomendação, terminando com a indicação do grau de cumprimento, quer por Recomendação, quer por empresa, quer geral²².

Da análise destes relatórios, os quais apresentam um nível de detalhe assinalável, constata-se que relativamente às Recomendações fazem uma descrição das mais e menos adoptadas. No entanto, não são apontados factores concretos que conduzam a uma explicação da razão pela qual o grau de cumprimento de determinada empresa ou de determinada Recomendação é maior ou menor. Da vária literatura existente, incluindo estudos, quer em Portugal (*e.g.*, Alves e Mendes, 2001; Câmara, 2008; Carvalho, 2002; Henriques, 2007; Monteiro, 2005; Moreira, 2003), quer internacionalmente (*e.g.*, Benn e Dunphy, 2007; Clark, 2005; Coulton, James e Taylor, 2001; Ferrarini, Moloney e Ungureanu, 2009; Lee, 2006; Lélis e Mario, 2009; Linck, Netter e Yang, 2007; Lowery, 2008; Mulherin, 2004; OCDE, 2004a; Overbeek, Apeldoorn e Nölke, 2007; Paccès, 2010; Schön, 2008; Weston, Mitchell e Mulherin, 2004), nenhuma aborda em concreto esta questão.

²² Refira-se, desde já, que o grau de cumprimento global das Recomendações, segundo a CMVM, tem vindo a aumentar desde 2005 (era de apenas 52%) até 2009 (quando atingiu os 80%). Todavia, no seu relatório referente a este último ano deixa a mensagem: “Pode pois afirmar-se que, ainda que não se deixando de assinalar mais uma vez a melhoria global do cumprimento das recomendações, permanecem áreas onde as práticas de governo das sociedades cotadas nacionais têm margem para aperfeiçoamento” (CMVM, 2011).



Neste contexto, o **objectivo** do presente trabalho é tentar identificar factores que influenciam o grau de cumprimento destas Recomendações pelas empresas cotadas em Portugal. O **contributo** será analisar um tema ainda não explorado na literatura existente.

A base de partida para a determinação do grau de cumprimento das Recomendações poderia ser aquela auto-avaliação que cada uma das empresas cotadas faz anualmente no seu relatório sobre o governo da sociedade. No entanto, tal avaliação estaria sempre sujeita a um nível de subjectividade e ausência de isenção que poderiam influenciar os resultados do estudo, uma vez que as empresas poderiam ter interesse em mencionar que cumprem mais Recomendações do que as que verdadeiramente acatam. Tal suspeita veio confirmar-se pela leitura e análise dos relatórios da CMVM. Repare-se, a título meramente exemplificativo, a CMVM (2011: 16) refere que “no que respeita às divergências de avaliação entre as emitentes e a CMVM, a situação melhorou em termos globais, tendo-se reduzido o número de divergências. Enquanto em 2008 essas divergências ascenderam a 237, ou seja, cerca de 11,7% do total das recomendações/empresas então analisadas, em 2009 o número de divergências foi de 169, ou seja, um grau de divergência inferior em 3 p.p. face a 2008”. Ainda a este respeito, dois anos antes a mesma CMVM tinha chamado a atenção para o seguinte aspecto: “é claro que uma situação em que a empresa classifica como cumprida uma recomendação que na realidade não adoptou não pode ser considerada em conformidade com o princípio *comply or explain*. Neste contexto, a sociedade não só não cumpre, como não dá qualquer explicação para o efeito” (CMVM, 2009a: 3).

Assim, é tomado como **referência** para o presente trabalho o grau de cumprimento das Recomendações decorrente da avaliação efectuada pela CMVM, de modo a dar maior confiança, credibilidade e rigor ao estudo.

Tais isenção e imparcialidade pretendidas foram reforçadas com o facto de, a partir de 2008, a avaliação do “governo societário das empresas nacionais cotadas foi, pela primeira vez, sujeito ao escrutínio de um Painel Consultivo da CMVM, constituído por personalidades independentes com reconhecido mérito na matéria” (CMVM, 2009a: 2). Tratou-se, pois, de um exercício realizado em moldes distintos de acções similares efectuadas em anos antecedentes, onde apenas a CMVM se pronunciava sobre o governo das empresas cotadas. Naquele primeiro ano de actuação, o trabalho desenvolvido pelo referido Painel centrou-se, essencialmente, na avaliação da qualidade do governo societário



vigente relativamente a três temas centrais: composição e funcionamento do órgão de administração, política remuneratória e fiscalização da sociedade (factores que foram tidos em conta na definição das variáveis para o presente estudo).

Apresenta-se, de seguida, no quadro 2.1, um resumo com a descrição do grau de cumprimento das Recomendações de cada uma das empresas analisadas, com a sua evolução histórica desde 2004 até 2009, de modo a termos uma percepção da evolução sofrida ao longo destes seis anos.

Quadro 2.1: Grau de cumprimento das recomendações

Este quadro apresenta o grau de cumprimento das Recomendações (em %), segundo os critérios da CMVM, das empresas utilizadas no estudo. Para verificar a evolução ao longo do tempo, é apresentada a informação desde 2004 até 2009.						
Emitente	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Altri, SGPS, SA	-	31	38	33	56	68
Banco BPI, SA	80	77	77	69	76	80
Banco Comercial Português, SA	80	62	85	83	81	84
Banco Espírito Santo, SA	90	77	85	83	92	95
Banif - SGPS, SA	50	31	38	50	75	81
Brisa - Auto Estradas de Portugal, SA	80	85	85	85	93	98
Cimpor - Cimentos de Portugal, SGPS, SA	80	69	77	77	79	90
Cofina, SGPS, SA	50	38	38	42	56	63
Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, SA	40	31	31	25	50	62
Corticeira Amorim, SGPS, SA	60	46	62	67	69	90
EDP - Energias de Portugal, SGPS, SA	70	77	69	85	91	92
EDP Renováveis, SA	-	-	-	-	89	87
Estoril Sol - SGPS, SA	50	38	46	42	51	47
F. Ramada - Investimentos, SGPS, SA	-	-	-	-	54	63
Finibanco - Holding, SGPS, SA	60	38	46	50	76	82
Fisipe - Fibras Sintéticas de Portugal, SA	60	38	38	25	47	61
Galp Energia, SGPS, SA	-	-	62	50	72	79
Glintt - Global Intelligent Technologies, SGPS, SA	50	46	69	54	58	68
Grupo Média Capital, SGPS, SA	50	62	62	58	65	84
Grupo Soares da Costa, SGPS, SA	50	31	69	67	76	82
Ibersol - SGPS, SA	50	54	54	50	59	77
Imobiliária Construtora Grão Pará, SA	50	54	69	50	44	44
Impresa - SGPS, SA	60	54	54	67	79	90
Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, SA	50	69	69	75	85	92
Jerónimo Martins - SGPS, SA	90	85	85	83	87	87
Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, SA	40	31	31	25	59	58
Martifer - SGPS, SA	-	-	-	17	78	93
Mota-Engil, SGPS, SA	50	46	62	50	74	79
Novabase - SGPS, SA	50	38	92	92	98	95
Portucel - Empresa Produtora de Pasta e Papel, SA	50	31	38	83	76	76



Emitente	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Portugal Telecom, SGPS, SA	70	69	85	75	85	92
Reditus - SGPS, SA	60	46	46	67	82	89
REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA	-	-	-	75	87	92
SAG Gest - Soluções Automóvel Globais, SGPS, SA	90	85	85	75	87	92
Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA	50	77	77	75	70	73
Sociedade Comercial Orey Antunes, SA	70	54	54	54	74	89
Sonae - SGPS, SA	80	69	62	85	87	90
Sonae Indústria, SGPS, SA	70	62	62	83	89	92
Sonae Capital, SGPS, SA	-	-	-	-	79	90
SONAECOM - SGPS, SA	60	77	77	85	90	90
Sumol+Compal, SA (Ex-Sumolis, SA)	70	54	62	50	61	82
Teixeira Duarte - Engenharia e Construções, SA	50	46	46	50	57	64
Toyota Caetano Portugal, SA	20	15	38	42	61	71
VAA - Vista Alegre Atlantis, SGPS, SA	60	38	46	42	38	68
Zon Multimédia - Serv. Tel. Multimédia, SGPS, SA	80	77	77	75	90	95
Grau de Cumprimento Médio (%)	61	54	61	61	73	80
Quantidade de Empresas	38	39	40	42	45	45
N.º de Recomendações existentes	10	13	13	13	44	44
Fonte:	(A) (B)	(B) (C)	(C)	(D)	(E) (F)	(F)

Legenda:

Empresa pertencente ao PSI 20 em 31-12-2009.

- Não analisado pela CMVM, empresa não cotada à data ou empresa inexistente à data.

(A) CMVM (2004): Análise do Cumprimento das Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades em 2004 (referente a 31-12-2004).

(B) CMVM (2005b): Relatório sobre a Divulgação de Informação relativa ao Governo das Sociedades Ano 2005 (referente a 31-12-2005).

(C) CMVM (2006): Relatório sobre a Divulgação de Informação relativa ao Governo das Sociedades Ano 2006 (referente a 31-12-2006).

(D) CMVM (2008d): Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2008 (referente a 31-12-2007).

(E) CMVM (2009a): Relatório de Avaliação do Cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM 2009 (referente a 31-12-2008).

(F) CMVM (2011): Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal 2011 (referente a 31-12-2009).

Pela leitura do quadro anterior verifica-se que, na globalidade e com exceção ao ano de 2005, o grau de cumprimento (GC) médio das empresas tem vindo a aumentar consistentemente. Repare-se que em 2004 situava-se nos 61% e cinco anos depois já atingiu os 80%. Para uma análise adicional das principais estatísticas descritivas relativas aos anos em análise, atente-se no quadro 2.2 que se segue.

**Quadro 2.2: Principais estatísticas descritivas do GC**

Neste quadro é apresentada a análise descritiva do GC (média, mediana, desvio-padrão, máximo, mínimo e 1.º e 3.º quartil), para as empresas utilizadas no estudo, por anos (N=42, N=45 e N=45, respectivamente para 2007, 2008 e 2009) e globalmente (N=132).

Estatística Descritiva	2007	2008	2009	Global
Média	61,19	73,00	80,36	71,75
Mediana	67,00	76,00	84,00	76,00
Desvio-Padrão	20,03	15,22	13,41	18,04
Máximo	92	98	98	98
Mínimo	17	38	44	17
Q1	50,00	59,00	69,50	58,25
Q3	78,50	87,00	91,00	87,00

Fonte: Elaboração própria.

Pela sua leitura, é possível observar que o grau de cumprimento teve, nestes três anos, uma evolução positiva em todas as estatísticas descritivas apresentadas. De realçar o valor mínimo (que passou de 17 para 44 por cento), o primeiro quartil (que atinge praticamente os 70% em 2009, isto é, três em cada quatro empresas cumprem, pelo menos, 70% das Recomendações – quando em 2007 esta percentagem era de apenas cinquenta por cento) e o desvio-padrão (que, ao diminuir, significa que a diferença entre as empresas mais cumpridoras face às menos cumpridoras tem vindo a atenuar-se ao longo dos anos). Apesar desta evolução, ainda não existe nenhuma empresa que, segundo a CMVM, cumpra a totalidade das Recomendações.

A **metodologia** a adoptar, estudo de caso (Yin, 2010), será um modelo econométrico de **regressão linear** (também designado por modelo *Ordinary Least Square* – OLS).

Esquemáticamente, no quadro 2.3 são apresentadas e resumidas as principais características do estudo a desenvolver.

**Quadro 2.3: Características gerais do estudo**

Característica	Descrição
Propósitos do estudo	Através da definição de variáveis e de teste de hipóteses, aferir os factores que influenciam o grau de cumprimento das Recomendações
Tipos de investigação	O estudo será causal (baseado em dados concretos das empresas cotadas em Portugal) e correlacional (tentar encontrar relações entre vários factores)
Unidade de análise	Empresas cotadas na <i>Euronext Lisbon</i>
Horizonte temporal	3 anos (2007 a 2009)
Ambiente do estudo	Empresas cotadas em Portugal
Intervenção / Interferência do investigador	Mínima (apenas analisa dados)
Amostragem	O estudo irá abarcar a quase totalidade da população, pelo que não serão aplicadas técnicas de amostragem
Métodos de Recolha de dados	Observação (recolha de dados disponíveis no sítio da internet www.cmvm.pt)
Medidas e escalas	Para cada variável serão definidas individualmente as medidas e escalas a utilizar (percentagem, quantidade, entre outros)

Fonte: Elaboração própria.

De seguida efectua-se uma descrição e caracterização das empresas analisadas, define-se o modelo adoptado e as correspondentes variáveis. Finalmente efectua-se uma análise simples aos dados recolhidos.



2.2. Descrição da amostra

O presente estudo tem por base as entidades emitentes de acções admitidas à negociação no mercado regulamentado português *Euronext* Lisboa²³, abrangendo não apenas as integrantes do PSI 20 (principal índice de Portugal, que reúne as vinte empresas com maior capitalização bolsista), mas também as não integrantes neste índice. O período analisado foi de 3 anos (2007, 2008 e 2009).

Muito embora o ponto de partida da recolha de dados tenha abrangido todas as empresas cotadas nacionais, foram excluídas as Sociedades Anónimas Desportivas (SAD) para garantir a harmonia quanto ao período temporal considerado, dado o exercício económico das SAD ser distinto do das demais cotadas. Também as empresas “Companhia Industrial Resinas Sintéticas – Cires, SA” e “Papellaria Fernandes – Indústria e Comércio, SA”, muito embora fossem cotadas até à data de 31 de Dezembro de 2007, não foram incluídas no estudo uma vez que deixaram de ser cotadas nos anos seguintes. A “EDP Renováveis, SA”, não sendo uma sociedade de direito nacional, também foi incluída na análise, dado estar sujeita à obrigação de cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM (tal como preconizado pela CMVM, 2009a: 2). Relativamente à “Sonae Capital, SGPS, SA”, constituída em Dezembro de 2007 e que já se apresentava em bolsa no final desse ano, dado a CMVM não ter feito a análise ao grau de cumprimento das Recomendações para 2007, apenas foi incluída nos anos 2008 e 2009. Finalmente as sociedades “F. Ramada – Investimentos, SGPS, SA” e “EDP Renováveis, SA” foram constituídas apenas em 2008, pelo que não apresentam, igualmente, dados em 2007.

Desta forma, foi utilizada uma amostra de 45 empresas em cada ano (com excepção de 2007, em que foram 42), o que regista um total de 132 observações. A distribuição dos dados por sector de actividade²⁴ e por ano encontra-se no quadro 2.4.

²³ A designação oficial deste mercado de cotações oficiais é «*Eurolist by Euronext Lisbon*», conforme definido na al. a) no número 1.º da Portaria n.º 556/2005, de 27 de Junho.

²⁴ Segundo a classificação sectorial oficial da *Euronext* Lisboa, designada por “ICB classification” (*Industry Classification Benchmark* – Sistema de classificação global), disponível em www.euronext.com.



Quadro 2.4: Caracterização da amostra por sector de actividade e por ano

Este quadro apresenta o número de empresas utilizadas no estudo, por sector de actividade e por anos.					
Sector de Actividade	2007	2008	2009	Total	Percentagem
0001 Óleo e gás	1	1	1	3	2,3
1000 Materiais básicos	4	5	5	14	10,6
2000 Indústria	12	12	12	36	27,3
3000 Bens de consumo	3	3	3	9	6,8
5000 Serviços de consumo	9	9	9	27	20,5
6000 Telecomunicações	2	2	2	6	4,5
7000 <i>Utilities</i>	2	3	3	8	6,1
8000 Financeiro	5	6	6	17	12,9
9000 Tecnológico	4	4	4	12	9,1
Total	42	45	45	132	100,0

Fonte: Elaboração própria.

Da leitura do quadro 2.4 pode observar-se que o número de empresas analisadas em cada ano manteve-se relativamente estável (apenas com uma diferença no primeiro ano). Quanto à repartição por sector de actividade, nota-se que existe apenas uma empresa no ramo de *Óleo e gás* (a Galp), o sector *Financeiro* (essencialmente banca) representa quase 13% das empresas cotadas e que as empresas industriais e de consumo, juntas, representam mais de metade do PSI (54,6%).

2.3. Definição do modelo de análise

A metodologia escolhida consubstancia-se na utilização do **modelo de regressão linear** para a estimação do grau de cumprimento das Recomendações.

Os coeficientes do modelo de regressão são estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários (OLS), os quais permitem identificar a comparação relativa de cada uma das variáveis explicativas na variância da variável dependente, ou seja, no caso em estudo, o parâmetro (coeficiente) representa a variação esperada no grau de cumprimento



por cada unidade de variação das variáveis (factores) que se julgam ter efeito explicativo, mantendo as restantes constantes.

Todas as variáveis explicativas são informações recolhidas directamente dos relatórios anuais de governo das sociedades, do relatório de gestão e das demonstrações financeiras das emitentes incluídas na amostra. Algumas dessas variáveis foram transformadas na forma de percentagem ou *Dummy* (verdadeiro ou falso) de forma a adaptarem-se ao teste das hipóteses em estudo.

A principal questão de investigação é saber quais os factores que influenciam um maior ou menor cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal. Para obter resposta, é proposta a seguinte **equação** baseada no modelo de regressão linear múltiplo:

$$GC_{it} = \beta_0 + \beta_1 MEMB_{it} + \beta_2 INDEP_{it} + \beta_3 EXEC_{it} + \beta_4 ROTAC_{it} + \beta_5 REUN_{it} + \beta_6 RVAR_{it} + \beta_7 RNEXEC_{it} + \beta_8 CONAC_{it} + \beta_9 ESTAD_{it} + \beta_{10} PADM_{it} + \beta_{11} BIGA_{it} + \beta_{12} HONADM_{it} + \beta_{13} HONNAUD_{it} + \beta_{14} CGS_{it} + \beta_{15} SECFIN_{it} + \beta_{16} ROE_{it} + \beta_{17} END_{it} + \beta_{18} PSI20_{it} + \beta_{19} DIM_{it} + \beta_{20} MODMON_{it} + \beta_{21} ANO09_{it} + \beta_{22} ANO08_{it} + E_{it} \quad (1)$$

Em que:

GC_{it}	é o grau de cumprimento das Recomendações da empresa i no ano t ,
β_0	é o parâmetro (coeficiente de regressão) constante,
β_1 a β_{22}	são os parâmetros (coeficientes de regressão) de cada uma das respectivas variáveis,
$MEMB$ a $SECFIN$	são as variáveis independentes (identificadas no quadro 2.5),
ROE a $ANO08$	são as variáveis de controlo (identificadas no quadro 2.5), e
E	representa o erro (inerente ao modelo OLS).

Na análise dos factores que podem influenciar o cumprimento das Recomendações são utilizadas variáveis de governo das sociedades e variáveis de controlo, as quais são apresentadas no quadro 2.5.



As variáveis de governo das sociedades (designadas por variáveis independentes) foram agrupadas em cinco grupos: composição de órgão de gestão (MEMB, INDEP, EXEC, ROTAÇ e REUN, a que correspondem as respectivas hipóteses H1a, H1b, H1c, H1d e H1e), remuneração do órgão de gestão (RVAR e RNEXEC, correspondendo às hipóteses H2a e H2b), estrutura accionista (CONAC, ESTAD e PADM e correspondentes H3a, H3b e H3c), auditoria externa (BIG4, HONADM e HONNAUD, tendo como postulado as hipóteses H4a, H4b e H4c) e comissão de governo das sociedades e sector financeiro (CGS e SECFIN, a que correspondem H5a e H5b).

A inclusão de variáveis de controlo permite otimizar o modelo e as conclusões a retirar, pretendendo-se aferir da existência de possíveis efeitos perturbadores da análise. As variáveis de controlo utilizadas foram as seguintes:

- Rendibilidade do capital próprio (ROE): Silveira (2002) utiliza a rendibilidade do capital próprio no seu estudo sobre governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil. Uma vasta e crescente literatura lida com as relações potenciais entre a sua escolha e problemas de agência. São apontadas três previsões conhecidas que prevalecem (Smith e Warner, 1979; Jensen e Meckling, 1976; Myers, 1977; Titman, 1984; e Jensen, 1986, citados por Jong e Dijk, 1999). Primeiro, a alavancagem agrava os conflitos de agência entre os obrigacionistas e accionistas. Em segundo lugar, a alavancagem atenua os problemas de agência que derivam das opções de gestão que não vão ao encontro com os interesses dos accionistas. Finalmente, o montante da dívida relativa aumenta os custos dos problemas de agência com as partes interessadas, como clientes e empregados. Refira-se, no entanto, que o resultado principal do estudo que realizaram é que, para a amostra de empresas holandesas, não encontraram evidências de relação directa entre alavancagem e quatro problemas de agência, ou seja, transferência de riqueza directa, a substituição de activos, investimentos insuficientes e o sobreinvestimento. Este resultado contrasta com estudos realizados nos EUA (como Smith e Watts, 1992; McConnell e Servaes, 1995; e Lang, Ofek e Stulz, 1996, citados por Jong e Dijk, 1999);
- Rácio de endividamento (END): Segundo Denis e McConnell (2003), os accionistas, naturalmente, não são os únicos fornecedores de capital para as empresas e (Jensen e Meckling, 1976, citados por aqueles autores) também moldam os conflitos de agência entre os accionistas e os credores. Conforme indicado por Jong e Dijk (1999), em estudos



empíricos existentes, presume-se que as relações empíricas entre a alavancagem e os determinantes dos problemas de agência são causados por problemas de agência. Pelas pesquisas que realizaram, são de opinião que existem argumentos teóricos que sugerem que o rácio de endividamento está relacionado com custos de agência. Cunha (2005) recorda ainda que os grandes credores, como os bancos, podem exercer um papel de controlo importante ao desempenho pelos grandes accionistas;

- Presença no PSI 20 (PSI20): O facto de uma empresa pertencer ao principal índice bolsista português leva a que esteja sujeita a maior observação, mais regulamentação e a regras de controlo mais apertadas. Desta forma, Batista (2009) considera que o facto de uma empresa não pertencer ao PSI 20 tem formas de *governance* diferentes daquelas que a ela pertencem. Assim, é expectável uma relação positiva entre o cumprimento das Recomendações e a presença neste índice;
- Dimensão (DIM): Uma empresa com uma grande dimensão está sujeita a níveis de atenção (por parte de vários *stakeholders*) mais elevados do que uma empresa de pequena dimensão. Também as questões relacionadas com o governo das sociedades podem ter influência em função do tamanho da empresa. Para controlar o efeito dimensão é usada esta variável, medida pelo logaritmo do activo de cada empresa, tal como Martins e Moutinho (2007);
- Modelo societário adoptado (MODMON): As sociedades anónimas portuguesas têm três modalidades de administração e fiscalização, as quais, não sendo rígidas, permitem uma grande flexibilidade nas soluções de governação tipificadas. São elas: Modelo Monista (também designado por Clássico ou Latino), Modelo Anglo-Saxónico e Modelo Dualista. Para cada um deles, e nos termos do CSC, a composição, características, funções e responsabilidades de cada um dos órgãos são diferentes, pelo que têm impactos diferentes no *governance*. Embora a maior parte da literatura internacional sobre governo das sociedades estude o modelo anglo-saxónico, este modelo não é o que ocorre com maior frequência (Cunha, 2005). Assim, é analisado o impacto do modelo societário no cumprimento das Recomendações. Também Batista (2009) defende que não é indiferente a escolha de um qualquer modelo de estrutura societária, pelo que pode influenciar as práticas de governo das sociedades. Desta forma, introduz-se uma variável de controlo *dummy* para distinguir as empresas que adoptam o modelo monista, das que adoptam o



anglo-saxónico ou o dualista (repare-se que como, na amostra, existem apenas duas empresas que usam o modelo dualista, não acrescentaria valor ao modelo fazer uma segunda distinção entre este modelo e o anglo-saxónico);

- Ano (ANO09 e ANO08): De forma a otimizar o modelo OLS e a discernir se o cumprimento das Recomendações é influenciado pelo ano em análise, foram introduzidas duas variáveis de controlo para cada um dos anos 2009 e 2008.

Assim, o modelo OLS desenhado é composto por uma variável dependente (o grau de cumprimento), variáveis independentes e ainda variáveis de controlo (apresentadas no quadro seguinte). Para o tratamento e cálculo dos dados, foram utilizados o *software* econométrico Gretl e o *software* estatístico *Statistic Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 17 para *Windows*. Utilizou-se um nível de significância de 1% e 5%, correspondendo a intervalos de confiança de 99% e 95%, respectivamente.



Quadro 2.5: Variáveis independentes e de controlo

Neste quadro são definidas as variáveis de governo das sociedades e as variáveis de controlo utilizadas para testar as hipóteses avançadas.

Variável	Definição	Autores	Sinal	Hipótese
1. Composição do órgão de gestão				
MEMB	Quantidade total de administradores	Fama e Jensen (1983), Raheja (2005), Denis e McConnell (2003)	+	H1a
INDEP	Percentagem de administradores independentes	Gomes (2005), Peasnell <i>et al.</i> (2004), Denis e McConnell (2003), Block (1999), Carcello <i>et al.</i> (2000), Agrawal e Kneober (1996)	+	H1b
EXEC	Percentagem de administradores executivos	Denis e McConnell (2003), Carcello <i>et al.</i> (2000), Agrawal e Kneober (1996)	-	H1c
ROTAÇ	Rotação de administradores (somadas das entradas com as saídas)	Farinha e Costa (2009), CMVM (2009b)	+	H1d
REUN	Quantidade de reuniões realizadas anualmente	Carcello <i>et al.</i> (2000), Vafeas (1999)	+	H1e
2. Remuneração do órgão de gestão				
RVAR	Percentagem da remuneração variável no total das remunerações da administração	Parthasarathy, Menon e Bhattacharjee (2006), Brick <i>et al.</i> (2005)	-	H2a
RNEXEC	Percentagem da remuneração dos administradores não executivos na remuneração dos administradores executivos	Parthasarathy, Menon e Bhattacharjee (2006), Brick <i>et al.</i> (2005)	?	H2b
3. Estrutura accionista				
CONAC	Valor, em percentagem, das participações qualificadas (> 2%) (concentração accionista)	Jensen e Meckling (1976), Li e Qi (2008), Denis e McConnell (2003), Shleifer e Vishny (1997), Agrawal e Kneober (1996), Martins e Moutinho (2007)	+	H3a
ESTAD	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 se o capital social da sociedade tem participação do Estado	Batista (2009)	+	H3b
PADM	Valor, em percentagem, das participações dos administradores	Li e Qi (2008), Mueller (2005)	+	H3c



Variável	Definição	Autores	Sinal	Hipótese
4. Auditoria externa				
BIG4	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 se a sociedade tem como auditor externo da CMVM uma das <i>Big 4</i>	Furuta e Santos (2010), Martins e Moutinho (2007)	+	H4a
HONADM	Percentagem dos honorários do auditor externo na remuneração total da administração	Agrawal e Cooper (2007), Carcello <i>et al.</i> (2000)	-	H4b
HONNAUD	Percentagem dos honorários do auditor externo em serviços não relacionados com auditoria	Gomes (2005)	-	H4c
5. Comissão de governo das sociedades e sector financeiro				
CGS	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 se a sociedade dispõe de uma comissão de governo da sociedade	<i>Por definição</i> , Silva <i>et al.</i> (2006)	+	H5a
SECFIN	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 se a sociedade pertencer ao sector financeiro	Adams e Mehran (2005), Hermalin e Weisbach (2003)	+	H5b
6. Variáveis de controlo				
ROE	Rácio entre o resultado líquido do exercício e o capital próprio * 100	Brick <i>et al.</i> (2005), Jong e Dijk (1999), Agrawal e Knoeber (1996)	?	
END	Rácio entre o total do passivo e o total do activo * 100	Jong e Dijk (1999), Denis e McConnell (2003)	-	
PSI20	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 se a sociedade pertencer ao PSI 20	Batista (2009)	+	
DIM	Logaritmo do total do activo	Martins e Moutinho (2007)	?	
MODMON	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 se a sociedade adoptar o modelo monista na sua estrutura societária	Batista (2009)	?	
ANO09	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 para as observações do ano 2009	Controlo do ano, optimização do modelo OLS	?	
ANO08	<i>Dummy</i> , que assume valor 1 para as observações do ano 2008	Controlo do ano, optimização do modelo OLS	?	

Fonte: Elaboração própria.



2.4. Análise prévia das variáveis

Importa desde já analisar as variáveis, na medida permitem interpretar melhor os resultados do estudo. Para tal, são apresentadas, no quadro seguinte (2.6), as principais **estatísticas descritivas** de cada uma delas. Os dados foram agrupados por variáveis contínuas e discretas, de forma a possibilitar uma melhor leitura dos mesmos.

Quadro 2.6: Estatística descritiva das variáveis independentes e de controlo

Neste quadro é apresentada a análise descritiva das variáveis utilizadas no modelo OLS (média, mediana, desvio-padrão, máximo e mínimo), para a globalidade as empresas utilizadas no estudo. (N=132)

Variáveis contínuas

Variável	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Independentes					
Quantidade total de administradores (MEMB)	10,15	9,00	5,857	3	31
% administradores independentes (INDEP)	19,81	20,00	19,045	0,00	62,50
% administradores executivos (EXEC)	55,80	50,00	24,152	19,05	100,00
Rotação de administradores (ROTAÇ)	2,68	2,00	3,539	0	20
N.º reuniões realizadas anualmente (REUN)	33,43	28,00	20,693	4	89
% remuneração variável (RVAR)	25,24	23,25	20,560	0,00	77,57
% remun. administ. não exec. nos exec. (RNEXEC)	22,82	12,16	31,535	0,00	206,09
% das participações qualificadas (CONAC)	73,72	75,40	14,263	29,54	99,74
% capital detido pelo Estado (ESTAD)	3,99	0,00	10,281	0,00	51,10
% capital detido pelos administradores (PADM)	24,79	7,25	28,672	0,00	87,39
% honorários na remuner. da administ. (HONADM)	42,30	27,34	70,905	2,41	664,41
% honorários não revisão legal contas (HONNAUD)	29,57	29,67	23,510	0,00	80,06
Controlo					
ROE = Result. Líquido / Capital Próprio * 100 (ROE)	40,12	9,13	252,850	-133,75	2 793,19
Endividamento = Passivo / Activo * 100 (END)	76,13	75,33	19,353	14,60	144,91
Logaritmo do total do activo (DIM)	3,093	3,051	0,861	1,420	4,980

Variáveis discretas

Variável	Observações	%
Independentes		
Auditor externo é uma das <i>Big 4</i> (BIG4)	86	65,2
Comissão de Governo das Sociedades (CGS)	47	35,6
Pertence ao sector financeiro (SECFIN)	17	12,9
Controlo		
Pertence ao PSI 20 (PSI20)	59	44,7
Adopta do modelo monista (MODMON)	96	72,7
Empresas do ano 2009 (ANO09)	45	34,1
Empresas do ano 2008 (ANO08)	45	34,1

Fonte: Elaboração própria.



No que se refere à composição do órgão de gestão, verifica-se que 19,8% e 55,8% dos administradores são, em média, independentes e executivos, respectivamente²⁵. De notar, contudo, que existem 52 observações (39,4% dos casos) em que não existe qualquer membro independente na administração. Pelo menos metade das empresas têm, no mínimo, um total de 9 administradores, sendo que o número de membros oscila entre três e trinta e um. A média da rotação dos membros (soma do número de entradas com o número de saídas) situa-se nos 2,68, o que não denota um nível de estabilidade da administração (recorde-se que a média de membros é de 10 administradores por empresa). As administrações das empresas realizaram, em média, 33 reuniões anualmente²⁶ (o que perfaz cerca de uma reunião a cada 11 dias), havendo, contudo, uma grande amplitude de resultados.

A remuneração variável do órgão de gestão é, em média, de 25,2%, enquanto que o peso médio dos salários dos administradores não executivos nos salários dos administradores executivos situa-se nos 22,8%. Note-se, contudo, que existem empresas em que não há remunerações variáveis nem remuneração para os não executivos (se bem que, também existem casos em que os administradores executivos ganham menos que os não executivos).

No que respeita à estrutura accionista das empresas em estudo, nota-se uma acentuada concentração accionista (73,7% em média, chegando a atingir, no caso mais elevado, os 99,7%). A participação média do Estado é residual (4% em média), contrariamente ao peso do controlo pelos próprios administradores, que é de quase 25%.

A auditoria externa das sociedades é feita, em quase 2/3 dos casos, por uma *Big 4*. Os honorários médios cobrados por cada empresa de auditoria correspondem a 42,3% da

²⁵ Na recolha dos dados, os membros dos órgãos de gestão foram classificados em apenas três categorias: executivos (não independentes), não executivos independentes (abreviadamente independentes) e não executivos não independentes. Desta forma, por diferença, retira-se que 24,4% dos administradores estão nesta última situação, não sendo nem executivos, nem independentes.

²⁶ Para que os dados pudessem ser comparáveis, nesta contagem foram consideradas as reuniões tanto dos órgãos executivos, como dos não executivos. Em concreto, (1) no modelo monista contaram-se as reuniões do conselho de administração e da comissão executiva (quando existente); (2) no anglo-saxónico as reuniões do conselho de administração e da comissão executiva (quando existente), não se considerando das reuniões da comissão de auditoria por ser equiparada ao conselho fiscal/fiscal único do modelo monista; e (3) no dualista foram considerados os encontros formais do conselho geral e de supervisão e do conselho de administração executivo, excluindo-se as reuniões da comissão de matérias financeiras por ser equiparada ao conselho fiscal/fiscal único do modelo monista e à comissão de auditoria do modelo anglo-saxónico.



remuneração total da administração (incluindo os membros não executivos), havendo casos em que ultrapassa. Os serviços extra que realizam (fora do âmbito da auditoria) correspondem, em termos médios, a quase 30% dos seus honorários, chegando a ser, nos limites, zero ou oitenta por cento.

Apesar de não ser de existência obrigatória, 47 das 132 observações (35,6%) têm uma comissão que trata, em exclusivo ou juntamente com outras áreas, das questões relacionadas com o governo das sociedades. De referir ainda que praticamente uma em cada oito empresas pertence ao sector financeiro, correspondendo a um peso de quase 13% da amostra.

Quanto às variáveis de controlo, nota-se, em média, um ROE de 40,12% (muito influenciado por um ROE bastante elevado da Lisgráfica, que corresponde ao valor máximo – repare-se que a mediana é de apenas 9,13%), um grau de endividamento de 76,1% e um activo de 5.000 milhões de euros. Praticamente 45% das empresas analisadas pertencem ao PSI 20. No que concerne ao modelo societário adoptado, apenas duas empresas (6 casos, correspondentes a 4,5% da amostra) usam o dualista; o modelo mais comum é o monista²⁷ (72,7% dos casos), logo seguido pelo anglo-saxónico (22,7%).

Em seguida (quadro 2.7) é apresentada uma **matriz de correlações** entre as variáveis utilizadas no estudo. Pela leitura da mesma, é possível detectar a existência de um conjunto de variáveis com correlações estatisticamente significativas (note-se, contudo, que as maiores correlações existentes são relativas às variáveis de controlo). Apesar de entre as variáveis independentes apenas existir uma correlação positiva superior a 50% entre REUN e MEMB (uma vez que tendencialmente quantos mais membros tiver a administração, mais reuniões são realizadas, e vice versa), estas serão objecto de uma análise individual recorrendo a modelos univariados. De seguida, serão feitas regressões, igualmente individuais, para cada uma das variáveis independentes, mas desta feita acrescentando as várias variáveis de controlo. Posteriormente, opta-se pela realização de análises multivariadas com todas as variáveis independentes em conjunto e incluem-se as

²⁷ Muito embora não se tenha feito esta separação para efeitos da presente análise, de registar que das empresas que adoptam o modelo monista, apenas uma rege-se pela estrutura simples, pelo que todas as demais criaram a separação entre o ROC e o conselho fiscal (modelo monista reforçado).



variáveis de controlo (à semelhança do que foi feito por outros investigadores como Martins e Moutinho, 2007 e Silveira, 2002).

Adicionalmente, as correlações mais significativas (considerando apenas aquelas onde existe uma correlação significativamente estatística superior a 50%) permitem tirar algumas conclusões:

- EXEC: Quanto maior for o peso dos administradores executivos, menos membros e menos independentes tem a administração;
- REUN: Quanto mais reuniões existirem mais membros terá o órgão de gestão;
- PSI20: Nas empresas pertencentes ao PSI 20 o tamanho da administração é maior e fazem mais reuniões;
- DIM: Quanto maior for a empresa, mais administradores tem, realizam-se mais reuniões do órgão de gestão, existem mais serviços extra auditoria prestados pelos auditores externos e mais empresas pertencem ao principal índice bolsista português;
- MODMON: As empresas que adoptam o modelo monista, tendencialmente têm menos administradores, menos membros independentes na gestão e, em oposição, têm uma maior percentagem de administradores executivos.

Conforme se verifica, todas estas correlações encontradas vão de encontro, em termos gerais, com a literatura e com a realidade da amostra de empresas analisada.



Quadro 2.7: Matriz de correlações para as variáveis

Este quadro apresenta as correlações entre as diferentes variáveis independentes e de controlo, com base no teste de Pearson. * e ** evidenciam a existência de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente, para testes bilaterais (relativos ao *p-value* para o teste de Pearson).

Variável	MEMB	INDEP	EXEC	ROTAÇ	REUN	RVAR	RNEXEC	CONAC	ESTAD	PADM	BIG4	HONADM	HONNAUD	CGS	SECFIN	ROE	END	PSI20	DIM	MODMON	ANO09	ANO08	
MEMB	1																						
INDEP	0,334**	1																					
EXEC	-0,568**	-0,651**	1																				
ROTAÇ	0,452**	0,215*	-0,352**	1																			
REUN	0,704**	0,221*	-0,438**	0,348**	1																		
RVAR	0,353**	0,029	0,022	-0,035	0,126	1																	
RNEXEC	0,248**	0,315**	-0,435**	0,089	0,134	-0,240**	1																
CONAC	-0,270**	-0,239**	0,126	-0,282**	-0,189*	-0,256**	-0,042	1															
ESTAD	0,200*	0,179*	-0,267**	0,263**	0,277**	-0,052	0,005	-0,131	1														
PADM	-0,404**	-0,030	0,171	-0,231**	-0,300**	-0,095	-0,092	0,173*	-0,070	1													
BIG4	0,012	0,176*	-0,027	-0,024	-0,060	0,091	0,096	-0,038	-0,211*	0,039	1												
HONADM	0,191*	0,374**	-0,177*	0,067	0,055	-0,182*	0,463**	-0,124	-0,011	-0,128	0,239**	1											
HONNAUD	0,374**	0,178*	-0,165	0,185*	0,330**	0,319**	0,121	-0,313**	0,137	-0,236**	0,120	0,276**	1										
CGS	0,418**	0,211*	-0,466**	0,237**	0,355**	0,302**	0,165	-0,106	-0,039	-0,030	0,079	-0,027	0,165	1									
SECFIN	0,388**	0,052	-0,039	0,182*	0,244**	0,125	-0,047	-0,121	-0,149	-0,085	0,281**	0,066	0,246**	-0,003	1								
ROE	-0,131	-0,123	0,209*	0,026	0,014	-0,092	-0,096	0,057	-0,033	-0,093	0,093	-0,024	-0,083	-0,084	-0,051	1							
END	0,037	-0,295**	0,165	0,074	-0,007	-0,064	-0,162	-0,183*	0,063	-0,077	-0,137	-0,279**	-0,022	-0,066	0,259**	0,179*	1						
PSI20	0,647**	0,321**	-0,402**	0,253**	0,556**	0,392**	0,293**	-0,334**	0,156	-0,422**	0,018	0,191*	0,456**	0,477**	0,064	-0,106	-0,078	1					
DIM	0,797**	0,360**	-0,427**	0,337**	0,601**	0,433**	0,254**	-0,301**	0,150	-0,273**	0,156	0,260**	0,534**	0,469**	0,516**	-0,153	0,008	0,746**	1				
MODMON	-0,528**	-0,605**	0,505**	-0,393**	-0,372**	0,014	-0,267**	0,275**	-0,442**	0,264**	-0,127	-0,321**	-0,207*	-0,078	-0,120	0,066	0,070	-0,271**	-0,383**	1			
ANO09	0,059	0,068	-0,133	0,014	0,051	-0,087	0,177*	0,051	0,006	0,030	0,023	0,012	-0,058	0,033	0,010	-0,071	-0,000	-0,004	0,016	0,010	1		
ANO08	0,004	0,015	-0,008	0,077	0,028	0,017	-0,012	0,050	-0,003	0,007	-0,011	0,076	0,029	-0,034	0,010	0,110	0,032	-0,004	0,011	0,010	-0,517**	1	

Fonte: Elaboração própria.

Legenda:

Correlação significativamente estatística superior a 50%.

Correlação significativamente estatística inferior a -50%.



Resumo

O estudo empírico tem por base as empresas cotadas em Portugal nos anos de 2007 a 2009. O objectivo principal é perceber quais os factores que mais influenciam as empresas a cumprir as Recomendações da CMVM em matéria de governo das sociedades.

Com base no grau de cumprimento avaliado pela CMVM – o qual tem vindo a aumentar todos os anos, atingindo uma média de 80% no último ano em análise –, foram definidas um conjunto de variáveis explicativas deste nível de cumprimento das Recomendações, distinguindo-se entre variáveis independentes/explicativas e variáveis de controlo. Estas variáveis serviram para a definição do modelo econométrico utilizado neste trabalho: o modelo de regressão linear (modelo OLS).

Uma primeira abordagem estatística descritiva simples aos dados recolhidos permitiu perceber melhor a amostra em estudo, por um lado, e as correlações entre as várias variáveis, por outro.



CAPÍTULO III

Resultados do estudo

Neste terceiro capítulo são apresentados os resultados do estudo. São feitas várias análises aos dados recolhidos, por forma a tentar encontrar resposta às hipóteses formuladas.

De uma forma geral, primeiramente são aplicados vários modelos de regressão linear, no sentido de os ir aperfeiçoando através da inclusão de variáveis/factores de estudo adicionais. Esta metodologia permite eliminar eventuais efeitos que os vários factores de governo das sociedades possam ter, individualmente, sobre o grau de cumprimento das Recomendações (pontos 3.1 e 3.2).

Adicionalmente, são realizados outros testes colaterais aos vários factores relacionados com o governo das sociedades, permitindo dar mais robustez aos resultados obtidos e retirar conclusões com mais rigor (ponto 3.3).

Finalmente, apresenta-se uma análise global aos resultados obtidos, comparam-se os *output* de cada um dos modelos e retiram-se conclusões, de forma a saber se as hipóteses formuladas inicialmente são, ou não, confirmadas (ponto 3.4).



3.1. Análise univariada simples

A análise univariada simples resulta da necessidade de averiguar o sentido das relações individuais identificadas na matriz de correlações. Para tal, foram efectuadas regressões lineares simples, individualmente para cada uma das variáveis independentes, conforme o seguinte modelo:

$$GC_{it} = \beta_0 + \beta_1 VARIÁVEL_{it} + E_{it} \quad (2)$$

Em que:

GC_{it}	é o grau de cumprimento das Recomendações da empresa i no ano t ,
β_0	é o parâmetro (coeficiente de regressão) constante,
β_1	é o parâmetro (coeficientes de regressão) da variável independente,
$VARIÁVEL$	é a variável independente em estudo (que irá assumir, uma a uma, as variáveis MEMB, INDEP, EXEC, ROTAÇ, REUN, RVAR, RNEXEC, CONAC, ESTAD, PADM, BIG4, HONADM, HONNAUD, CGS e SECFIN), e
E	representa o erro (inerente ao modelo OLS).

Os resultados completos das regressões efectuadas são apresentados no **Apêndice I**. No tratamento dos dados teve-se em atenção efectuar o diagnóstico ao modelo, testando a não violação dos pressupostos do modelo de regressão linear, que se consubstanciam na normalidade, na multicolinearidade, na autocorrelação e na homocedasticidade (atente-se no **Apêndice II**, onde estão espelhados os testes concretos que foram realizados). Nos casos em que se verificou não estar cumprido algum destes pressupostos, foram efectuados as correcções aplicáveis.

Para este modelo univariado, foram realizadas tantas regressões quantas as variáveis independentes. Os resultados obtidos encontram-se no quadro 3.1.



Quadro 3.1: Resultados da análise univariada

Este quadro apresenta os resultados da análise univariada entre o valor absoluto do GC e as variáveis independentes, por OLS. * e ** evidenciam a existência de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente, para testes bilaterais. (N=132)

Variável Independente	Sinal Previsto	F	Termo Constante (β_0)		Var. Independ. (β_1)		R ² Ajustado
			Coef.	Estatística t	Coef.	Estatística t	
MEMB	+	39,723**	61,469	23,443**	1,125	6,303**	22,8%
INDEP	+	64,303**	61,041	32,884**	0,545	8,019**	32,6%
EXEC	-	81,718**	97,575	31,351**	-0,460	-9,040**	38,1%
ROTAÇ	+	8,451**	69,673	32,561**	1,158	2,907**	5,4%
REUN	+	30,669**	58,951	21,741**	0,382	5,538**	18,5%
RVAR	-	3,789	68,058	27,756**	0,147	1,947	2,1%
RNEXEC	?	21,431**	70,532	36,456**	0,170	4,629**	13,5%
CONAC	+	6,226*	95,427	10,378**	-0,303	-2,495*	3,8%
ESTAD	+	5,299*	70,371	42,463**	0,348	2,302*	3,2%
PADM	+	0,928	70,445	33,970**	0,053	0,964	0,1%
BIG4	+	4,856*	67,087	25,589**	7,157	2,204*	2,9%
HONADM	-	5,025*	69,675	38,653**	0,049	2,242*	3,0%
HONNAUD	-	7,034**	66,660	27,122**	0,173	2,652**	4,4%
CGS	+	56,725**	65,329	30,653**	18,032	7,532**	29,8%
SECFIN	+	6,465*	70,800	38,532**	7,376	2,543*	4,0%

Fonte: Elaboração própria. Legenda: ■ Conforme sinal previsto. ■ Contrário ao sinal previsto.

De registar, desde já, que as regressões efectuadas para as variáveis RVAR e PADM apresentam um valor de F não estatisticamente significativo, pelo que estes dois modelos não permitem retirar conclusões. No entanto, de realçar que no caso da variável da remuneração variável obtém-se uma significância de 5,4%, muito perto do limiar de cinco por cento definido para este estudo.

Pela análise aos resultados obtidos, verifica-se a existência de divergência entre o sinal verificado e o sinal esperado apenas para as variáveis CONAC, HONADM e HONNAUD. Os resultados da regressão destas três variáveis têm significância estatística e a literatura (Jensen e Meckling, 1976; Agrawal e Cooper, 2007; e Gomes, 2005) aponta para resultados contrários aos obtidos, pelo que se terá de confirmar nos modelos seguintes se o sinal se mantém. As razões para que o peso da concentração accionista (CONAC), o peso dos honorários do auditor externo nos salários da administração (HONADM) e o peso dos serviços prestados pelo auditor externo extra auditoria (HONNAUD) tenha um comportamento contrário ao esperado podem ser várias: estudos consultados referentes a



outros países, diferentes modelos societários, enquadramentos político e legal distintos, mercados de actuação com diferentes características; também o tamanho da amostra (132 observações para 45 empresas) e o horizonte temporal da mesma (três anos) pode ter alguma influência nos resultados.

Em relação aos outros factores, os postulados identificados nas hipóteses apresentadas indicam validade para as variáveis MEMB, INDEP, EXEC, ROTAÇ, REUN, RNEXEC, ESTAD, BIG4, CGS e SECFIN²⁸. No entanto, atendendo apenas a esta regressão univariada é ainda prematuro formular qualquer juízo acerca da validade das hipóteses.

3.2. Análises multivariadas

Passa-se agora para a análise multivariada individual, considerando individualmente uma variável independente explicativa do grau de cumprimento das Recomendações, em conjunto com todas as variáveis de controlo. Este teste permite averiguar se os resultados da análise univariada estão influenciados por algum dos factores que foram identificados como importantes para eliminar eventuais «distúrbios» no estudo (por isso mesmo denominados como factores/variáveis de controlo).

O mecanismo utilizado foi, desta feita, efectuar regressões lineares múltiplas, individualmente para cada uma das variáveis independentes, conforme o seguinte modelo:

$$GC_{it} = \beta_0 + \beta_1 VARIÁVEL_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 END_{it} + \beta_4 PSI20_{it} + \beta_5 DIM_{it} + \beta_6 MODMON_{it} + \beta_7 ANO09_{it} + \beta_8 ANO08_{it} + E_{it} \quad (3)$$

²⁸ Note-se que os resultados mostraram que pelo menos uma variável tem indícios de validade para cada um dos cinco conjuntos de variáveis independentes definidos no quadro 2.5, sendo que, inclusive, nos blocos “Composição do órgão de gestão” e “Comissão de governo das sociedades e sector financeiro” todas as variáveis denotam validade estatística e indicam ir ao encontro da literatura existente.



Em que:

GC_{it}	é o grau de cumprimento das Recomendações da empresa i no ano t ,
β_0	é o parâmetro (coeficiente de regressão) constante,
β_1 a β_8	são os parâmetros (coeficientes de regressão) de cada uma das respectivas variáveis,
<i>VARIÁVEL</i>	é a variável independente em estudo (que irá assumir, uma a uma, as variáveis MEMB, INDEP, EXEC, ROTAC, REUN, RVAR, RNEEXEC, CONAC, ESTAD, PADM, BIG4, HONADM, HONNAUD, CGS e SECFIN),
<i>ROE</i> a <i>ANO08</i>	são as variáveis de controlo, e
<i>E</i>	representa o erro (inerente ao modelo OLS).

Foram efectuadas tantas regressões quantas as variáveis independentes. Os resultados obtidos encontram-se no quadro 3.2. Todos estes modelos se apresentam como estatisticamente significativos ($F < 0,05$).

Através desta análise verifica-se que os sinais obtidos estão, na maioria dos casos, de acordo com a literatura (tal como no modelo univariado). No entanto, no que respeita à significância individual dos coeficientes, aqui baixa para quatro casos: INDEP, EXEC, PADM e CGS. Tal resultado indicia, mais uma vez, que um maior peso de independentes e um menor peso de executivos na administração, a existência de accionistas-administradores e a criação de uma comissão/comité especial para tratar questões relacionadas com o *governance*, aumentam o grau de cumprimento das Recomendações. Para as restantes hipóteses formuladas, não se constata a existência de qualquer relação entre os factores apresentados e o grau de cumprimento.

No que concerne às variáveis de controlo, retira-se que apenas as variáveis ROE e PSI20 não apresentam significância estatística, muito embora o sinal desta última se encontra de acordo com a revisão de literatura efectuada. Consequentemente, existem indícios que tanto o endividamento, como a adopção do modelo monista estão negativamente relacionados com o grau de cumprimento das Recomendações. Já a dimensão da empresa e os anos a que respeitam os dados surgem positivamente associados ao cumprimento das normas recomendatórias da CMVM em matéria de *governance*.



Quadro 3.2: Resultados da análise multivariada por variável independente

Neste quadro são apresentados os resultados da análise multivariada entre o valor do GC e cada uma das variáveis independentes, em conjunto com as variáveis de controlo, por OLS. * e ** evidenciam a existência de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente, para testes bilaterais. (N=132)

Variável	Sinal Prev.	MEMB	INDEP	EXEC	ROTAÇ	REUN	RVAR	RNEXEC	CONAC	ESTAD	PADM	BIG4	HONADM	HONNAUD	CGS	SECFIN
Sinal Previsto		+	+	-	+	+	-	?	+	+	+	+	-	-	+	+
F		18,986**	23,401**	25,358**	18,903**	19,326**	18,956**	19,885**	18,970**	18,964**	26,181**	19,244**	19,581**	18,981**	26,893**	19,130**
Termo Constante (β_0)		60,149	46,459	72,183	59,743	59,258	59,935	57,303	63,326	59,115	55,165	58,298	62,058	59,507	63,344	54,387
<i>Estatística t</i>		8,291**	6,152**	10,147**	8,269**	8,242**	8,286**	7,916**	6,233**	8,065**	8,331**	7,983**	8,493**	8,233**	9,685**	5,856**
Var. Independ. (β_1)		0,191	0,296	-0,254	-0,041	0,086	0,027	0,071	-0,043	0,058	0,203	2,654	-0,027	-0,030	12,815	-4,349
<i>Estatística t</i>		0,557	4,019**	-4,815**	-0,117	1,237	0,449	1,881	-0,503	0,482	5,112**	1,112	-1,564	-0,541	5,356**	-0,911
Var. de Controlo																
ROE (β_2)	?	0,000	0,001	0,003	0,000	-0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,003	-0,001	0,000	0,000	0,000	0,000
<i>Estatística t</i>		0,025	0,125	0,761	0,013	-0,162	0,016	0,07	0,033	0,020	0,658	-0,172	0,111	0,004	0,012	0,004
END (β_3)	-	-0,190	-0,113	-0,153	-0,185	-0,186	-0,184	-0,171	-0,193	-0,189	-0,152	-0,174	-0,213	-0,186	-0,168	-0,171
<i>Estatística t</i>		-3,260**	-1,976	-2,855**	-3,189**	-3,235**	-3,173**	-2,970**	-3,241**	-3,251**	-2,865**	-2,969**	-3,562**	-3,226**	-3,230**	-2,867**
PSI20 (β_4)	+	1,680	0,921	-0,412	2,014	1,113	1,856	0,989	1,644	1,842	8,041	2,659	1,817	2,180	-1,353	-0,019
<i>Estatística t</i>		0,501	0,295	-0,134	0,608	0,330	0,559	0,299	0,486	0,554	2,490*	0,795	0,554	0,656	-0,444	-0,005
DIM (β_5)	?	6,608	6,831	6,602	7,397	6,622	7,090	7,362	7,367	7,456	6,192	6,848	7,837	7,722	5,135	9,163
<i>Estatística t</i>		2,731**	3,611**	3,573**	3,651**	3,180**	3,382**	3,721**	3,675**	3,702**	3,371**	3,340**	3,899**	3,658**	2,769**	3,26**
MODMON (β_6)	?	-10,374	-4,365	-5,527	-11,159	-10,362	-11,330	-10,067	-10,769	-10,445	-13,736	-10,886	-12,069	-11,059	-12,705	-10,772
<i>Estatística t</i>		-3,559**	-1,457	-2,057*	-3,997**	-3,85**	-4,171**	-3,779**	-3,978**	-3,559**	-5,579**	-4,124**	-4,467**	-4,180**	-5,283**	-4,052**
ANO09 (β_7)	?	18,998	17,769	16,649	19,188	18,844	19,311	18,031	19,301	19,145	18,762	19,113	19,466	19,061	19,010	19,098
<i>Estatística t</i>		7,053**	6,986**	6,624**	7,142**	7,041**	7,160**	6,653**	7,173**	7,149**	7,705**	7,167**	7,316**	7,102**	7,877**	7,147**
ANO08 (β_8)	?	11,917	10,928	10,327	12,039	11,784	12,063	11,425	12,139	11,992	11,583	12,051	12,471	11,990	12,392	11,936
<i>Estatística t</i>		4,428**	4,297**	4,144**	4,452**	4,397**	4,483**	4,279**	4,496**	4,462**	4,738**	4,501**	4,653**	4,462**	5,113**	4,450**
R² Ajustado		52,3%	57,8%	59,8%	52,2%	52,8%	52,3%	53,6%	52,3%	52,3%	60,6%	52,7%	53,2%	52,3%	61,3%	52,5%

Fonte: Elaboração própria.

Legenda:

Conforme sinal previsto.



Uma segunda análise multivariada (apresentada no quadro 3.3), separada para cada um dos cinco conjuntos/blocos de variáveis independentes que foram identificados no quadro 2.5, dão informação adicional para o estudo.

Quadro 3.3: Resultados das análises multivariadas pelos conjuntos das variáveis independentes

Este quadro apresenta dez análises multivariadas. Os blocos A, B, C, D e E representam cada conjunto de variáveis independentes relacionadas com (a) a composição do órgão de gestão, (b) a remuneração do órgão de gestão, (c) a estrutura accionista, (d) a auditoria externa e (e) a comissão de governo das sociedades e o sector financeiro, respectivamente. Para cada um deles, o Modelo 1 apresenta os resultados entre o GC e todas as variáveis independentes pertencentes ao mesmo conjunto, por OLS. No Modelo 2 são adicionadas as variáveis de controlo. * e ** evidenciam a existência de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente, para testes bilaterais. (N=132)

Variável	Sinal Prev.	Bloco A		Bloco B		Bloco C		Bloco D		Bloco E	
		Coeficiente		Coeficiente		Coeficiente		Coeficiente		Coeficiente	
		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2
F		31,386**	17,916**	21,730**	17,992**	8,650**	20,650**	4,980**	15,864**	31,768**	23,765**
Constante (β_0)		73,524**	59,885**	61,659**	57,190**	95,368**	57,837**	65,162**	60,364**	64,615**	65,743**
Variáveis Independentes											
MEMB	+	0,410	-0,117								
INDEP	+	0,251**	0,191*								
EXEC	-	-0,223**	-0,191**								
ROTAÇ	+	-0,206	-0,208								
REUN	+	0,073	0,087								
RVAR	-			0,225**	0,088						
RNEXEC	?			0,252**	0,094*						
CONAC	+					-0,340**	-0,032				
ESTAD	+					0,266**	0,002				
PADM	+					0,080	0,203**				
BIG4	+							3,068	3,338		
HONADM	-							0,022*	-0,030		
HONNAUD	-							0,125	-0,018		
CGS	+									18,766**	13,092**
SECFIN	+									1,805	1,888
Variáveis de Controlo											
ROE	?		0,002		0,001		0,003		0,000		0,000
END	-		-0,109		-0,160**		-0,157**		-0,201**		-0,174**
PSI20	+		-1,171		0,189		7,750*		2,725		-0,547
DIM	?		6,321**		6,477**		6,200**		7,447**		4,306
MODMON	?		-2,817		-10,637**		-13,492**		-11,963**		-12,864**
ANO09	?		16,259**		18,135**		18,863**		19,368**		19,036**
ANO08	?		10,04**		11,422**		11,683**		12,564**		12,431**
R² Ajustado		53,7%	60,8%	24,0%	53,9%	14,9%	60,0%	8,4%	53,2%	32,0%	61,0%

Fonte: Elaboração própria.

Legenda:

Conforme sinal previsto.



Conforme se confere, é possível confirmar a significância estatística de quatro das variáveis independentes anteriormente identificadas (INDEP, EXEC, RNEEXEC e CGS). Quanto aos factores RVAR, CONAC, ESTAD e PADM verifica-se que são estatisticamente significativos a 99% em pelo menos um dos modelos. No entanto, estes modelos têm uma capacidade de previsão mais limitada do que os modelos apresentados no quadro 3.2 (repare-se que globalmente o R^2 Ajustado é inferior).

No que concerne às variáveis de controlo, verifica-se novamente que apenas o ROE e o PSI20 não são determinantes para o cumprimento das Recomendações de *governance* do regulador.

Feitos que estão estes testes prévios, ir-se-á, agora, pôr em prática o modelo OLS completo, inicialmente definido na fórmula (1). Serão construídos dois modelos: no Modelo 1 é estudada a relação entre a totalidade das variáveis independentes e o grau de cumprimento das Recomendações; no Modelo 2 são adicionadas as variáveis de controlo. Atente-se, então, no próximo quadro (3.4) que transmite os resultados obtidos.

**Quadro 3.4: Resultados da análise multivariada para a totalidade das variáveis independentes**

Variável	Sinal Previsto	Modelo 1		Modelo 2	
		Coef.	Estatística t	Coef.	Estatística t
F		25,643**		45,345**	
Constante (β_0)		56,851	5,372**	68,959	8,825**
Variáveis Independentes					
MEMB	+	0,294	1,192	0,130	0,596
INDEP	+	0,199	2,827**	0,190	3,556**
EXEC	-	-0,178	-2,428*	-0,155	-2,983**
ROTAÇ	+	0,102	0,429	-0,256	-1,504
REUN	+	0,173	3,551**	0,173	4,110**
RVAR	-	0,081	1,549	0,112	2,365*
RNEXEC	?	0,131	4,723**	0,091	3,650**
CONAC	+	-0,021	-0,317	-0,065	-1,485
ESTAD	+	0,116	1,361	0,132	2,356*
PADM	+	0,167	6,558**	0,151	6,203**
BIG4	+	5,387	3,067**	2,382	1,682
HONADM	-	-0,021	-1,246	0,005	0,280
HONNAUD	-	0,032	0,857	0,007	0,254
CGS	+	2,829	1,322	6,075	3,774**
SECFIN	+	-0,771	-0,217	5,327	1,935
Variáveis de Controlo					
ROE	?			0,003	1,445
END	-			-0,032	-0,665
PSI20	+			2,176	1,155
DIM	?			-2,839	-1,826
MODMON	?			-3,843	-1,995*
ANO09	?			11,611	8,632**
ANO08	?			6,820	4,889**
R² Ajustado		73,8%		88,2%	

Fonte: Elaboração própria. Legenda: Conforme sinal previsto.

Nestes resultados constata-se a existência de sete variáveis estatisticamente significativas, INDEP, EXEC, REUN, RNEXEC, PADM, BIG4²⁹ e CGS, todas elas convergentes com o

²⁹ Apesar de o quadro não apresentar esta informação, no modelo 2 a variável BIG4 apresenta uma significância estatística inferior a 10%, facto que, aliado à significância inferior a 1% obtida no modelo 1, faz-nos considerá-la. Todavia, de notar que a BIG4 perde relevância quando analisada em conjunto com as variáveis de controlo. Uma das possíveis razões para esta tendência prende-se com o facto de todas as empresas apresentarem, ano após ano, níveis de cumprimento das Recomendações cada vez mais elevados. Assim, o facto de serem auditadas por uma das quatro maiores sociedades internacionais de auditoria pode estar a perder relevância para melhores desempenhos de *governance*.



sinal esperado. Adicionalmente, no Modelo 2 as variáveis RVAR e ESTAD têm, também, significância estatística, em desacordo e de acordo com a literatura, respectivamente.

Por conseguinte, estes resultados parecem evidenciar que as empresas (a) com um maior número de membros independentes na gestão, (b) com uma menor percentagem de administradores executivos, (c) com mais reuniões da administração, (d) em que as remunerações dos administradores não executivos são mais elevadas face à dos membros executivos, (e) com mais accionistas pertencentes à administração, (f) auditadas por uma *Big 4* ou (g) em que existe uma comissão para as matérias de governo das sociedades, são mais cumpridoras das Recomendações. O nível de relevância, medido pelo R^2 Ajustado, situa-se nos 74% para o Modelo 1 e nos 88% para o Modelo 2, com probabilidade associada ao teste F de 0,000, comprovando globalmente a validade dos modelos.

Apesar de os resultados obtidos das variáveis de controlo serem concordantes com os esperados, apenas a escolha de um modelo monista e o ano dos dados apresentam um grau de confiança igual ou superior a 95%, havendo, portanto, indícios de estarem relacionadas com o cumprimento das Recomendações. Quanto ao ROE, END, PSI20 e DIM nada é possível concluir por estes modelos.

3.3. Testes adicionais

De forma a conhecer melhor o comportamento do grau de cumprimento das Recomendações, vão-se agora efectuar testes estatísticos que permitem verificar o comportamento de similaridade, isto é, se existem diferenças entre as mesmas variáveis para diferentes factores. Neste sentido, efectua-se **um teste paramétrico e um não paramétrico**, consubstanciados no teste *t* para duas amostras independentes e no teste Mann-Whitney (teste *z*), respectivamente. Para estes testes foram seguidas as explicações de Pestana e Gageiro (2003). Esta metodologia foi utilizada, entre outros, por Cunha (2005) e Durães e Moutinho (2010).



Através do teste t procura-se analisar os relacionamentos de cada uma das variáveis utilizadas no estudo com o grau de cumprimento das Recomendações, numa variável dicotómica. Trata-se de um teste paramétrico que compara as médias de dois grupos de sujeitos no mesmo grupo de variáveis, de forma a detectar a existência de diferenças entre estas. O teste z de Mann-Whitney, por seu turno, é um teste alternativo e complementar ao teste t para comparar as médias de duas amostras independentes. A importância deste teste é ser a alternativa não paramétrica ao teste t para a diferença de médias. O teste de hipóteses subjacente é o seguinte: H_0 : as duas amostras têm distribuições idênticas; H_1 : as duas amostras têm distribuições diferentes. A hipótese nula estabelece que as duas amostras têm a mesma distribuição, e se tal acontecer, as médias (e também as medianas) das duas amostras são iguais.

Os critérios de análise que foram definidos para cada uma das variáveis foram obtidos em função da média que cada um dos factores tem na amostra de empresas utilizada no estudo, com excepção das variáveis ESTAD (em que foi utilizado o critério dicotómico da existência, ou não, de participação do Estado nas empresas), PADM (em que se utilizou o critério da existência de uma percentagem de participação a partir da qual existe obrigatoriedade de comunicação à CMVM – 2%), BIG4 (utilizando-se igualmente um critério dicotómico para as empresas em que o auditor externo é, ou não, uma das multinacionais de auditoria), HONADM (seguiu-se o mesmo critério que o peso dos honorários não auditoria – trinta por cento) e ROE (em que se consideraram as rendibilidades do capital próprio a partir de 10%).

No quadro 3.5 são apresentados os resultados dos testes t e z para as médias do grau de cumprimento das Recomendações.



Quadro 3.5: Testes paramétricos e não paramétricos à média do GC

Neste quadro são apresentados os resultados dos testes paramétricos para duas amostras independentes (teste *t*) e não paramétricos Mann-Whitney (teste *z*) entre cada uma das variáveis utilizadas no estudo e o GC. * e ** evidenciam a existência de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente, para testes bilaterais. (N=132)

Variável	Critério	Sinal Prev.	Grau de Cumprimento Médio				N	
			Teste <i>t</i>		Teste <i>z</i>		Sim	Não
			Sim Cumpre o Critério	Não Não Cumpre o Critério	Sim Cumpre o Critério	Não Não Cumpre o Critério		
MEMB	> 10	+	82,98**	66,14**	90,38**	54,56**	44	88
INDEP	> 20%	+	82,14**	61,67**	89,92**	43,78**	65	67
EXEC	> 50%	-	60,20**	81,08**	40,84**	87,24**	59	73
ROTAÇ	> 2	+	77,78**	68,63**	77,68*	60,72*	45	87
REUN	> 30	+	78,39**	65,87**	80,48**	54,11**	62	70
RVAR	> 25%	-	75,45	68,47	74,30*	59,59*	62	70
RNEXEC	> 20%	?	80,64**	66,33**	84,40**	55,59**	50	82
CONAC	> 75%	+	68,87	74,72	59,71*	73,50*	67	65
ESTAD	> 0%	+	77,54	70,33	79,85*	63,23*	26	106
PADM	> 2%	+	70,77	72,97	64,86	68,53	73	59
BIG4	Sim	+	74,24	67,09	71,42*	57,29*	86	46
HONADM	> 30%	-	76,10	68,13	76,51**	58,16**	60	72
HONNAUD	> 30%	-	73,89	69,74	70,57	62,67	64	68
CGS	Sim	+	83,36**	65,33**	91,12**	52,89**	47	85
SECFIN	Sim	+	78,18**	70,80**	77,88	64,82	17	115
ROE	> 10%	?	70,30	73,00	62,75	69,73	61	71
END	> 75%	-	72,29	71,16	68,17	64,67	69	63
PSI20	Sim	+	79,85**	65,21**	83,61**	52,67**	59	73
DIM	> €5.000M	?	81,75**	69,06**	89,66**	59,98**	28	104
MODMON	Sim	?	67,02**	84,36**	55,83**	94,96**	96	36
ANO09	Sim	?	80,36**	67,30**	85,73**	56,55**	45	87
ANO08	Sim	?	73,00	71,10	67,10	66,19	45	87

Fonte: Elaboração própria. Legenda: Conforme sinal previsto.

No que respeita à composição dos órgãos de gestão das empresas cotadas em Portugal no período de 2007 a 2009, verifica-se a existência de significância estatística para todos os testes. De facto, as empresas com mais de dez administradores têm melhores desempenhos de *governance*. Igual comportamento dá-se nas empresas em que o peso dos administradores independentes ultrapassa os vinte por cento. Consequente e contrariamente, empresas em que mais de metade dos seus membros do órgão de gestão são executivos são, tendencialmente, menos cumpridoras das Recomendações. Os testes



permitiram ainda saber que as sociedades cotadas que realizam mais reuniões e praticam uma maior rotação da administração apresentam um maior grau de cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades. Desta forma, a composição das administrações das empresas cotadas em Portugal têm uma influência considerável no cumprimento das Recomendações.

Quanto à remuneração dos administradores, não é possível encontrar evidência estatística suficiente para saber a influência que o peso da retribuição variável tem nas práticas de *governance*. Consegue-se, contudo, aferir que quanto maior for o peso das remunerações dos membros não executivos do órgão de gestão, maior será o cumprimento das práticas de governo das sociedades.

Nenhum dos factores relacionados com a estrutura accionista se mostrou significativamente estatístico, pelo que não é possível retirar conclusões. O mesmo acontece com as variáveis que analisam a auditoria externa das empresas, com excepção do facto de uma sociedade ser auditada por uma das *Big 4*. Neste caso mostra fortes indícios de haver uma relação positiva com o cumprimento das Recomendações. Refira-se que, apesar de não identificado no quadro, a significância do teste *t* para esta variável apresentase muito perto dos cinco por cento.

Conforme indicado pela literatura, as empresas que criaram uma comissão de governo das sociedades (ou equivalente) apresentam níveis de *governance* com relevância estatística mais elevada do que aquelas que não o fizeram.

Finalmente no que respeita às variáveis de controlo, de realçar três factores: (a) as empresas pertencentes ao PSI 20 têm um grau de cumprimento consideravelmente maior que as não pertencentes ao principal índice bolsista (80% *versus* 65%); (b) as práticas de *governance* são melhores nas empresas de maior dimensão; e (c) as empresas que adoptam o modelo monista são menos cumpridoras das Recomendações.

De um outro prisma, pode fazer-se um outro teste às médias do grau de cumprimento das Recomendações, separando as empresas mais cumpridoras das menos respeitadoras. Quando analisadas as médias de cada uma das variáveis, obtêm-se os resultados patentes no quadro 3.6.



Quadro 3.6: Diferenças no GC entre as empresas mais e menos cumpridoras

Neste quadro são apresentados os resultados dos testes paramétricos para duas amostras independentes (teste t) e não paramétricos Mann-Whitney (teste z) entre a média do GC e cada uma das variáveis utilizadas no estudo. * e ** evidenciam a existência de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente, para testes bilaterais. (GC > 72%: N=77) (GC <= 72%: N=55)

Variável	Sinal Prev.	Média das Variáveis			
		Teste t		Teste z	
		GC > 72%	GC <= 72%	GC > 72%	GC <= 72%
MEMB	+	12,47**	6,78**	85,05**	40,54**
INDEP	+	28,61**	7,12**	84,34**	41,53**
EXEC	-	43,30**	74,11**	47,20**	93,52**
ROTAÇ	+	3,40**	1,69**	75,04**	54,55**
REUN	+	40,68**	23,45**	81,38**	45,66**
RVAR	-	26,90	22,46	70,23	61,27
RNEXEC	?	34,44**	6,14**	86,66**	38,27**
CONAC	+	71,79	76,73	59,95*	75,67*
ESTAD	+	5,82**	1,36**	70,29	61,20
PADM	+	26,71	21,64	67,12	65,63
BIG4	+	71,43	56,36	70,64	60,70
HONADM	-	53,33*	26,45*	75,67**	53,66**
HONNAUD	-	33,99**	22,84**	75,12**	54,43**
CGS	+	55,84**	7,27**	79,86**	47,80**
SECFIN	+	18,18*	5,45*	70,00*	61,60*
ROE	?	9,09	83,56	64,01	69,99
END	-	73,89	79,72	63,89	70,15
PSI20	+	62,34**	20,00**	78,14**	50,20**
DIM	?	3,47**	2,54**	84,09**	41,87**
MODMON	?	58,44**	92,73**	57,07**	79,70**
ANO09	?	42,86**	21,82**	72,29*	58,40*
ANO08	?	35,04	32,73	67,14	65,60

Fonte: Elaboração própria. Legenda: ■ Conforme sinal previsto. ■ Contrário ao sinal previsto.

Como se pode conferir, os resultados relativos às variáveis MEMB, INDEP, EXEC, ROTAÇ, REUN, RNEXEC, CGS, PSI20, DIM e MODMON são coincidentes com a tendência verificada na análise anterior (quadro 3.5). De facto, a título de exemplo, repare-se que as empresas mais cumpridoras têm, em média, 12 membros na administração (contra os sete das que cumprem menos), 29% de independentes (contrastando com 7% das outras), fazem 41 reuniões anuais (face às 23 – praticamente metade – das demais empresas) ou tendem mais a criar o comité de *governance* (56% versus 7%). Quanto à variável BIG4, por esta análise não se consegue obter uma significância abaixo de 5%,



pelo que não é possível retirar conclusões (atente-se na explicação aposta na nota de rodapé número 29).

Estes testes às médias acrescentam novas informações acerca de quatro variáveis. Por um lado, a maior parte das empresas cotadas em Portugal que têm uma participação do Estado português no seu capital social estão no leque das mais cumpridoras (no teste z obtém-se uma significância ligeiramente superior a 5% para esta variável). Depois, as empresas que atribuem maiores honorários aos auditores (quando comparados com a remuneração dos administradores das cotadas) e em que esses mesmos auditores prestam mais serviços não relacionados com auditoria, em média, cumprem mais as Recomendações, contrariando o estudo de Agrawal e Cooper (2007) e o defendido por Gomes (2003), mas indo ao encontro das considerações teóricas expostas por Carcello *et al.* (2000). Por fim, indica que, em média, as empresas financeiras aderem mais às práticas de *governance* que as demais.

Através destes testes é possível retirar ilações que permitirão formular com maior exactidão as conclusões finais, para além de contribuir para um uma melhor percepção do relacionamento que cada um dos factores tem com o grau de cumprimento das Recomendações.

3.4. Comparação e análise dos resultados

Neste ponto começa-se por efectuar uma análise comparativa aos resultados dos vários modelos utilizados, tanto ao nível do sinal obtido face à literatura, como ao nível da capacidade de previsão dos modelos. De seguida, retiram-se as conclusões finais do estudo empírico.



De forma a termos uma **abordagem comparativa dos vários modelos** de regressões efectuados, decidiu-se efectuar um quadro-resumo com os sinais obtidos (quadro 3.7)³⁰.

Quadro 3.7: Comparação dos resultados das análises OLS efectuadas

Neste quadro são apresentadas as comparações entre os sinais previstos na literatura e os sinais obtidos em cada uma das regressões OLS efectuadas (univariada, multivariada individual e multivariada conjunta), bem como o respectivo R² Ajustado (para as duas primeiras análises calculou-se a média ponderada dos R² Ajustados obtidos individualmente por cada regressão face aos coeficientes β dos respectivos modelos). * e ** evidenciam a existência de significância estatística de 5% e 1%, respectivamente, para testes bilaterais.

Variável	Sinal Previsto	Sinal Obtido			
		Análise Univariada	Análise Multivariada Individual	Análise Multivariada Conjunta	
				Mod. 1	Mod. 2
Variáveis Independentes					
MEMB	+	++	+	+	+
INDEP	+	++	++	++	++
EXEC	-	--	--	-*	--
ROTAÇ	+	++	-	+	-
REUN	+	++	+	++	++
RVAR	-	-	+	+	+*
RNEEXEC	?	++	+	++	++
CONAC	+	-*	-	-	-
ESTAD	+	+	+	+	+
PADM	+	+	++	++	++
BIG4	+	+	+	++	+
HONADM	-	+*	-	-	+
HONNAUD	-	++	-	+	+
CGS	+	++	++	+	++
SECFIN	+	+	-	-	+
Variáveis de Controlo					
ROE	?		+		+
END	-		--		-
PSI20	+		+		+
DIM	?		++		-
MODMON	?		--		-*
ANO09	?		++		++
ANO08	?		++		++
R² Ajustado		12,6%	54,6%	73,8%	88,2%

Fonte: Elaboração própria. Legenda: ■ Conforme sinal previsto. ■ Contrário ao sinal previsto.

Da sua leitura é possível retirar que os modelos aplicados foram-se sucessivamente aperfeiçoando, tendo o último modelo multivariado conjunto apresentado um nível de

³⁰ Uma vez que o modelo multivariado por blocos (apresentado no quadro 3.3) não acrescenta informação adicional relevante face ao modelo multivariado individual (apresentado no quadro 3.2), não o iremos considerar nas comparações iremos fazer.



eficiência na ordem dos 88% (isto é, o grau de cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal é explicado, com oitenta e oito por cento de validade estatística, pelas variáveis/factores mencionados).

As divergências entre o sinal esperado e o obtido no modelo univariado para as variáveis CONAC, HONADM e HONNAUD não se conseguiram confirmar nas restantes regressões (ainda que mais aperfeiçoadas, como se acaba de ver), pelo que nada é possível concluir sobre as mesmas (de notar que para as variáveis HONADM e HONNAUD os sinais obtidos são diferentes consoante o modelo aplicado). Quanto às variáveis MEMB, ROTAÇ e SECFIN, que se apresentavam inicialmente como estatisticamente significativas, não se veio a confirmar tais resultados nos modelos seguintes, deixando igualmente de se conseguir retirar uma conclusão válida (repare-se que o modelo univariado apresenta, em média, um grau de eficiência de apenas 12,6%). A RVAR, com sinal contrário à literatura, apenas se mostra significativamente estatística em um dos modelos, pelo que também não é possível concluir sobre o seu relacionamento com os desempenhos de *governance*.

Quanto à variável ESTAD, que foi tida como estatisticamente relevante em duas das regressões, será considerada como confirmada pelo estudo – mas com um nível de confirmação mais reduzido – uma vez que apresenta indícios de ser capaz de influenciar as empresas que são participadas pelo Estado a cumprir mais Recomendações.

Contrariamente, as variáveis INDEP e EXEC confirmaram a sua significância estatística em todas as regressões efectuadas. Já a REUN, a RNEXEC, a PADM e a CGS foram confirmadas em três dos quatro modelos utilizados, pelo que pode igualmente tomar-se a sua validade. A variável BIG4 foi confirmada estatisticamente a 99%, 95% e 90% em três das quatro regressões, pelo que é possível considerá-la como confirmada pelo estudo.

No que respeita às variáveis de controlo, também apenas é possível concluir que o MODMON, o ANO09 e o ANO08 têm significância estatística em todos os modelos analisados.

Em suma, as análises efectuadas permitiram confirmar a existência de pelo menos oito variáveis independentes estatisticamente significativas para influenciar o grau de cumprimento das Recomendações e ainda três variáveis de controlo. As variáveis independentes são: a independência dos administradores, a quantidade de membros



executivos na administração, o número de reuniões realizadas pelo órgão de gestão, o peso das remunerações dos administradores não executivos, a participação do Estado no capital social das empresas, a participação dos membros da administração no capital social da empresa, a auditoria externa estar a cargo de uma das quatro sociedades internacionais de auditoria e a existência de um comité específico de governo das sociedades. As de controlo são: o facto de não adoptar o modelo monista e o ano em análise.

Finalmente, passa-se à **análise global dos resultados** obtidos no estudo.

O presente trabalho apresenta evidência empírica relativa à relação entre factores preponderantes do governo das sociedades e o grau de cumprimento das Recomendações da CMVM sobre esta mesma matéria, para a quase totalidade das sociedades cotadas na bolsa de valores portuguesa nos anos de 2007, 2008 e 2009. Esta análise teve por base as boas práticas de *governance* existentes na literatura internacional e nacional, nomeadamente as respeitantes à composição e remuneração do órgão de gestão, à estrutura accionista, à auditoria externa e à fiscalização interna do governo das sociedades. Importa verificar se os resultados obtidos permitem confirmar as hipóteses elaboradas.

No que respeita à composição do órgão de gestão, a **Hipótese 1b** referia-se à relação positiva entre a independência dos membros do órgão de gestão e o cumprimento das Recomendações, derivada de uma maior distância e alheamento dos interesses quer da empresa, quer dos administradores. Os resultados obtidos conseguiram mostrar a veracidade estatística desta influência, tal como defendido por Gomes (2005), Block (1999) ou Peasnell *et al.* (2004).

Por seu turno, na **Hipótese 1c** foi defendido que quantos mais fossem os membros executivos da administração da empresa, menor seria a adesão às normas recomendatórias da CMVM. Os resultados obtidos confirmaram este postulado, indo ao encontro do que é indicado por Denis e McConnell (2003), Carcello *et al.* (2000) e Agrawal e Knoeber (1996). Desta forma, mostrou-se que a inexistência de administradores não executivos não se coaduna com as boas práticas de *governance*.



Carcello *et al.* (2000) e Vafeas (1999) referem que um número alargado de reuniões dos órgãos de gestão, como medida da sua actividade, contribui de forma positiva para o governo das sociedades, tal como definido na **Hipótese 1e**. Este considerando mostrou-se igualmente comprovado por este estudo, pelo que os administradores das empresas mais cumpridoras das Recomendações realizam mais reuniões ao longo do ano.

Quanto às questões relacionadas com a remuneração do órgão de gestão, a **Hipótese 2b** referia que o cumprimento das Recomendações está relacionado com a proporção da remuneração dos membros não executivos do órgão de gestão na remuneração dos membros executivos do órgão de gestão. O presente estudo veio confirmar uma relação positiva deste factor com as boas práticas de *governance*, dando resposta, para a realidade portuguesa, dos cenários colocados na literatura por Parthasarathy, Menon e Bhattacharjee (2006) e por Brick *et al.* (2005).

Também questões relacionadas com a estrutura accionista das sociedades cotadas em Portugal foram confirmadas pelo presente estudo. A **Hipótese 3b**, identificada por Batista (2009), postulava que nas empresas onde existisse maior participação do Estado o cumprimento das Recomendações seria mais elevado. Conseguiu-se obter evidência, de forma significativamente estatística, deste facto. Desta forma, o Estado tem um papel persuasor para influenciar as empresas a cumprir o emanado pela CMVM.

Mueller (2005), por seu turno, questiona a literatura mais antiga, que defende que a separação entre a gestão e a propriedade é um factor que pode contribuir para um bom *governance*. Os resultados obtidos para a realidade portuguesa vêm confirmar a sua suspeita, conduzindo à verificação da **Hipótese 3c**, pelo que as empresas com menor separação entre gestão e propriedade apresentam melhores níveis de cumprimento das Recomendações.

No que concerne à auditoria externa, a **Hipótese 4a** referia que o cumprimento das Recomendações surge positivamente associado à escolha de uma *Big 4* para auditor externo. Os resultados obtidos manifestam significância estatística e mostram-se concordantes com a literatura (Furuta e Santos, 2010 e Martins e Moutinho, 2007).

Os resultados deste estudo dão ainda como comprovada a **Hipótese 5a**. Assim, a existência de uma comissão própria de governo das sociedades no seio das empresas cotadas em



Portugal assume-se como influenciadora de um maior cumprimento das boas práticas de *governance*, conforme defendido por Silva *et al.* (2006).

De forma resumida, os resultados com significância obtidos neste estudo mostram-se concordantes com a literatura, nomeadamente os respeitantes à maior independência e menor âmbito executivo dos administradores, à maior quantidade de reuniões efectuadas por estes, a um maior peso que os administradores têm na estrutura accionista, ao facto de a empresa ser auditada por uma das *Big 4* e à existência de uma comissão/comité específica de governo das sociedades. Quanto ao peso da remuneração dos administradores não executivos face aos executivos, em que a literatura não indica o sentido da sua influência nas práticas de *governance*, verifica-se uma relação positiva com o cumprimento das Recomendações. Também se consegue obter evidência, embora com um nível de asserção ligeiramente mais reduzido, que o facto de o Estado participar no capital social de uma empresa contribui para um maior cumprimento das normas recomendatórias da CMVM.

Para as restantes variáveis de governo das sociedades, não se encontra uma associação estatisticamente significativa entre a sua verificação pela empresa e o aumento do cumprimento das regras recomendatórias de *governance*, pelo que não é possível aflorar conclusões sobre as mesmas. Sublinhe-se que os únicos casos em que os resultados mostram-se aparentemente discordantes com a revisão de literatura efectuada não têm relevância estatística, pelo que não é possível aferir do seu desvio efectivo face à literatura.

Desta forma, os resultados do presente estudo revelam que mais de metade das hipóteses formuladas (e, conseqüentemente, das variáveis definidas) foram confirmadas pelos modelos econométricos aplicados, com níveis de erro que foram baixando à medida que se foram aperfeiçoando os modelos, chegando, no último modelo, a uma capacidade de explicação do grau de cumprimento das Recomendações na ordem dos 88,2%.

Os testes efectuados às médias do grau de cumprimento também permitem concluir sobre outros aspectos relevantes. As cinco variáveis relacionadas com a composição da administração das empresas cotadas em Portugal permitem afirmar que as empresas com mais de 10 administradores, com mais de 20% independentes, com menos de 50% executivos, em que existe uma rotação da administração de pelo menos dois membros ou



em que o órgão de gestão realize mais de 30 reuniões por ano, apresentam maiores desempenhos de *governance*. Também as empresas cotadas que atribuem aos seus administradores não executivos uma remuneração que representa mais de 20% do que ganham os membros executivos cumprem mais as Recomendações. No que toca à auditoria externa e ao controlo interno do governo das sociedades, de realçar também que quando uma empresa é auditada por uma das *Big 4* ou tem um comité autónomo de *governance*, tendencialmente cumpre mais as regras recomendatórias do regulador.

Adicionalmente, de realçar também que as empresas que apresentam melhor desempenho de *governance* são caracterizadas por terem uma maior participação do Estado no seu capital social, bem como os seus auditores externos têm honorários mais elevados (quando comparados com as remunerações dos administradores) e são contratados mais vezes para prestarem serviços complementares aos de auditoria.

Por fim, mais três aspectos importantes, relacionadas com as variáveis de controlo: as empresas pertencentes ao PSI 20 ou com um activo superior a cinco biliões de euros, em média, cumprem mais as Recomendações do que as que não satisfazem estes critérios; e as empresas que se estruturam segundo o modelo latino/clássico/monista são menos cumpridoras das Recomendações do que as que adoptam o modelo anglo-saxónico ou o dualista.



Resumo

De forma a encontrar os resultados do estudo, foram aplicados vários modelos OLS, permitindo ir otimizando-os e obter resultados com maior significância estatística. Adicionalmente, foram efectuados testes paramétricos e não paramétricos às médias, de forma a ajudar na interpretação dos dados e nas conclusões a retirar.

Os resultados obtidos permitiram concluir acerca da significância estatística da maioria das hipóteses definidas na revisão de literatura.



Conclusões

Desde o início do século XXI o governo das sociedades tem ganho proporções crescentes e assinaláveis, tanto na esfera económica internacional, como também com grande repercussão em Portugal. Com a proliferação dos “escândalos financeiros” internacionais, esta temática tomou proporções de extrema importância, uma vez que esses escândalos tiveram na sua origem, em parte, más práticas de governo das sociedades.

Não obstante, as preocupações com questões relacionadas com *corporate governance* começaram a ser consideradas, com algum cuidado, nos inícios dos anos 1990, em especial no Reino Unido. Desde aí, várias organizações internacionais, públicas e privadas, têm vindo a emitir normas e recomendações no âmbito do governo das sociedades, tanto na forma de legislação obrigatória, como na forma de *soft law* (facultativa). Assistiu-se a uma actividade regulamentar bastante forte em todo o mundo, a que Portugal não ficou imune.

No nosso país a entidade responsável por questões relacionadas com o governo das sociedades é a CMVM, que tem vindo a emitir recomendações (facultativas) e regulamentos (obrigatórios), remontando a 1999 a primeira actividade nesta área. Os documentos actualmente em vigor com maior relevo são o Regulamento n.º 1/2010 e o Código de Governo das Sociedades, também de 2010. Dada a sua importância, e no âmbito das suas competências, a CMVM tem analisado e avaliado, numa base anual, a percentagem que as empresas cotadas têm cumprido das recomendações de *governance* que emite, sendo de registar um aumento sustentado do seu cumprimento ao longo dos anos (note-se que em 2004 as empresas cumpriam, em média, apenas 61% das Recomendações, e em 2009 já atingiam os 80%).

Tal como definido inicialmente, neste estudo pretendeu-se conhecer os factores que influenciam o grau de cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal, tendo por base a aquela avaliação anual efectuada pelo regulador, nos anos de 2007 a 2009.



Numa abordagem inicial, a revisão de literatura conduziu a um leque de hipóteses, baseadas em factores que indiciam preponderância no âmbito do governo das sociedades, capazes de influenciar as empresas a cumprir aquelas Recomendações. Esses factores estão relacionados com cinco grandes aspectos: composição do órgão de gestão, remuneração dos administradores, estrutura accionista, auditoria externa e comissão de governo das sociedades e sector financeiro.

A metodologia seguida foi a aplicação de vários modelos OLS e a realização de testes adicionais de validação dos resultados obtidos. Para além dos factores identificados nas hipóteses formuladas, foram ainda consideradas no estudo as seguintes variáveis de controlo (com o objectivo de otimizar o modelo e as conclusões a retirar): rendibilidade do capital próprio, rácio de endividamento, presença no PSI 20, dimensão, modelo de organizações societário adoptado e o ano dos dados. Conseguiu-se obter evidência estatística da influência de mais de metade das variáveis sobre o grau de cumprimento das Recomendações, conforme descrito no quadro C.1.

**Quadro C.1: Conclusões do estudo**

Questão de estudo: Quais os factores que influenciam o cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal?		
Factores	Hipótese	Conforme Literatura
Composição do órgão de gestão		
Quantidade de membros do órgão de gestão	H1a	-
Proporção de administradores independentes no órgão de gestão	H1b	Sim
Proporção de administradores executivos no órgão de gestão	H1c	Sim
Rotação de membros no órgão de gestão	H1d	-
Número de reuniões anuais do órgão de gestão	H1e	Sim
Remuneração do órgão de gestão		
Proporção da remuneração variável no total das remunerações dos membros do órgão de gestão	H2a	-
Proporção da remuneração dos membros não executivos do órgão de gestão na remuneração dos membros executivos do órgão de gestão	H2b	Sim
Estrutura accionista		
Concentração accionista	H3a	-
Proporção de capital detido pelo Estado	H3b	Sim
Proporção de capital detido pelos membros do órgão de gestão	H3c	-
Auditoria externa		
Escolha de uma <i>Big 4</i> para auditor externo	H4a	Sim
Proporção dos honorários do auditor externo na remuneração total dos membros do órgão de gestão	H4b	-
Proporção dos honorários do auditor externo em serviços não relacionados com auditoria e revisão legal das contas	H4c	-
Comissão de governo das sociedades e Sector financeiro		
Existência de uma comissão de governo da sociedade	H5a	Sim
Empresas do sector financeiro	H5b	-

Fonte: Elaboração própria.

Legenda: "-" Factor não confirmado pelo estudo.

Em concreto, os resultados deste estudo levam a **concluir** pela confirmação das hipóteses relacionadas com:

- (i) A independência dos administradores: quanto mais independentes existirem, maior é o cumprimento das Recomendações;
- (ii) O peso dos membros executivos na administração: o cumprimento aumenta quando existem menos administradores executivos;
- (iii) O número de reuniões anuais realizadas pelo órgão de gestão: quanto mais reuniões houver, tendencialmente existe um melhor desempenho de *governance*;



- (iv) A remuneração dos administradores não executivos: neste ponto, a literatura apontava para ambos os sentidos; no entanto, os resultados vieram mostrar que um maior peso da remuneração dos membros não executivos face à remuneração dos executivos, levam a um maior grau de cumprimento das Recomendações;
- (v) A participação do Estado: quando o Estado tem uma participação no capital social da empresa, o cumprimento das normas recomendatórias da CMVM é maior;
- (vi) A participação dos administradores no capital da empresa: quanto maior for, mais são cumpridas as Recomendações;
- (vii) A auditoria externa: se for levada a cabo por uma das multinacionais de auditoria, a empresa apresenta um grau de cumprimento mais elevado; e
- (viii) O controlo das práticas de *governance*: quando existe, mediante a criação de uma comissão/comité específico para o efeito, confirmou-se que tendencialmente são cumpridas mais Recomendações.

Para as restantes hipóteses, não se obtiveram resultados passíveis de retirar conclusões, derivado do facto de não terem validade estatística suficiente (note-se que neste estudo foi utilizado um nível de significância máximo de 5%, correspondendo a um grau de confiança mínimo de 95%).

Adicionalmente, os testes suplementares confirmaram e complementaram os resultados obtidos das regressões lineares efectuadas. Com efeito, os testes às médias do grau de cumprimento das Recomendações para cada uma das variáveis, permitiram concluir que as empresas cotadas em Portugal têm maiores desempenhos de *governance* se apresentarem as seguintes características: ter mais de 10 administradores, mais de 20% independentes, menos de 50% executivos, rotação anual da administração mínima de 2 elementos, realizar mais de 30 reuniões por ano, praticar um nível de remuneração dos administradores não executivos superior a 20% da remuneração dos executivos, ser participadas pela Estado, ser auditadas por uma das *Big 4*, atribuir honorário mais elevados e contratar mais serviços aos auditores externos, constituir uma comissão de governo das sociedades, pertencer ao



PSI 20, ter um activo total líquido superior a 5 mil milhões de euros e não adoptar o modelo monista.

Assim, na globalidade este estudo obteve resultados satisfatórios e abrangentes, os quais estão em consonância com a literatura existente.

De referir, contudo, que os resultados encontrados neste estudo podem estar condicionados por algumas **limitações**. Algumas das limitações estão relacionadas com a amostra utilizada (muito embora outros estudos utilizem amostras idênticas), nomeadamente o seu tamanho relativamente reduzido (quarenta e cinco empresas, num total de 132 observações), o horizonte temporal limitado a três anos (de 2007 a 2009) e o seu âmbito abranger apenas as empresas cotadas. Outra limitação é o facto de o enquadramento legal, regulamentar, de mercado, económico e político concreto de Portugal, ser diferente face ao contexto de outros estudos realizados.

Os objectivos propostos inicialmente foram alcançados, tendo este trabalho contribuído para um enriquecimento de conhecimentos e para acrescentar algum valor aos vastos estudos existentes na área do governo das sociedades. De facto, este estudo contribui para a investigação através da identificação de alguns factores, por métodos econométricos, que têm influência para que as empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa sigam as recomendações de *governance* emitidas pelo regulador, matéria inovadora e ainda não explorada nesta área de investigação. Este novo contributo pode revelar-se útil para uma melhor compreensão do governo das sociedades no nosso país.

Uma proposta de trabalho futuro poderá ser aplicar este estudo às empresas cotadas em Portugal num horizonte temporal diferente (mais alargado ou, *e.g.*, nos anos posteriores a 2009, uma vez que existem novas Recomendações e um novo Regulamento (1/2010) da CMVM), estendê-lo às empresas portuguesas não cotadas em bolsa ou ainda aplicá-lo a sociedades de outros países.





Referências bibliográficas

- Abreu, J. (2010). *Governança das sociedades comerciais*. 2.^a Edição, Edições Almedina. Coimbra. ISBN 978-972-40-4112-4.
- Adams, R. e Mehram, H. (2005). Corporate performance, board structure and its determinants in the banking industry. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, n.º **302593**. 8 de Agosto de 2005.
- Agrawal, A. e Cooper, T. (2007). Corporate governance consequences of accounting scandals: evidence from top management, CFO and auditor turnover. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, n.º **970355**. Outubro de 2007.
- Agrawal, A. e Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, volume **31**, n.º 3: 377-397. Setembro de 1996.
- Alves, C. e Mendes, V. (2001). As recomendações da CMVM relativas ao corporate governance e a performance das sociedades. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, pp. 57-87. Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Lisboa.
- Barbosa, J., Freitas, C., Vieira, L. e Leal, E. (2009). A influência da auditoria nas práticas de governança corporativa. *XII SEMEAD – Seminários em Administração*. Cidade Universitária, São Paulo, Brasil, 27 e 28 de Agosto de 2009.
- Batista, C. D. B. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*. Dissertação de Mestrado em Finanças. Faculdade de Economia – Universidade do Porto, Porto. 58 pp..
- Benn, S. e Dunphy, D. (2007). *Corporate governance sustainability: challenges for theory and practice*. 1.^a edição, Routledge. Nova Iorque, EUA. ISBN 0-415-38062-6.



- Block, S. (1999). The role of nonaffiliated outside directors in monitoring the firm and the effect on shareholder wealth. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, volume 12, n.º 1. Primavera de 1999.
- Brick, I., Palia, D. e Wang, C. (2005). Simultaneous estimation of CEO compensation, leverage and board characteristics on firm value. *Working Paper*.
- Câmara, P. (2008). A auditoria interna e o governo das sociedades – 1.ª parte. *Auditoria Interna*, n.º 31: 11-15, Julho/Setembro 2008.
- Carcello, J., Hermanson, D., Neal, T. e Riley Jr., R. (2000). Board characteristics and audit fees. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, n.º 231582. Abril de 2000.
- Carreira, A. C. M. (2009). *O governo das maiores empresas de construção em Portugal*. Dissertação de Mestrado em Economia. Faculdade de Economia – Universidade do Porto. Porto. 101 pp..
- Carvalho, A. (2002). *Governo das sociedades, auditoria e gestão de risco*. Trabalho Final da Licenciatura em Contabilidade e Administração – Ramo de Auditoria. ISCAP. Porto.
- Cazavan-Jeny, A., Missonier-Piera, F. e Margaine, J. (2008). CEO compensations in a stakeholders' regime: an empirical investigation with french listed companies. *ESSEC Research Centre*, DR 08015. Julho de 2008.
- Clark, T. (2005). *Corporate governance: critical perspectives on business and management*. 1.ª edição, Routledge. Nova Iorque, EUA. ISBN 0-415-32910-8.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM). (1999). *Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas*. Lisboa.
- CMVM. (2001a). *Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas*. Lisboa.
- CMVM. (2001b). *Regulamento da CMVM n.º 7/2001 – Governo das sociedades cotadas*. Lisboa.



- CMVM. (2003). *Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas*. Lisboa.
- CMVM. (2004). *Análise do cumprimento das recomendações da CMVM sobre governo das sociedades em 2004* [referente a 31-12-2004]. Lisboa.
- CMVM. (2005a). *Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas*. Lisboa.
- CMVM. (2005b). *Relatório sobre a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades ano 2005* [referente a 31-12-2005]. Lisboa.
- CMVM. (2006). *Relatório sobre a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades ano 2006* [referente a 31-12-2006]. Lisboa.
- CMVM. (2007). *Regulamento da CMVM n.º 1/2007 – Governo das sociedades cotadas*. Lisboa.
- CMVM. (2008a). *Código de governo das sociedades*. Lisboa.
- CMVM. (2008b). *Consolidação de fontes normativas e do código de governo das sociedades*. Lisboa.
- CMVM. (2008c). *Regulamento da CMVM n.º 5/2008*. Regulamento de alteração ao Regulamento da CMVM n.º 1/2007. Lisboa.
- CMVM. (2008d). *Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal 2008* [referente a 31-12-2007]. Lisboa.
- CMVM. (2009a). *Relatório de avaliação do cumprimento do código de governo das sociedades da CMVM 2009* [referente a 31-12-2008]. Lisboa.
- CMVM. (2009b). *Relatório de consulta pública n.º 2/2009*. Lisboa.
- CMVM. (2010a). *Código de governo das sociedades*. Lisboa.
- CMVM. (2010b). *Regulamento da CMVM n.º 1/2010 – Governo das sociedades cotadas*. Lisboa.



- CMVM. (2011). *Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal 2011* [referente a 31-12-2009]. Lisboa.
- Cordeiro, A. *et al.* (2009). Código das sociedades comerciais anotado. Edições Almedina. Lisboa. ISBN 978-972-40-3791-2.
- Coulton, J., James, C. e Taylor, S. (2001). The effect of compensation design and corporate governance on the transparency of CEO compensation disclosures. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, n.º 273628. Maio de 2001.
- Cunha, P. (2010). *Direito das sociedades comerciais*. 4.^a Edição, Edições Almedina. Cascais. ISBN 978-972-40-4241-1.
- Cunha, V. L. M. (2005). *O governo das sociedades e o desempenho das sociedades anónimas portuguesas*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Administração. Escola de Economia e Gestão – Universidade do Minho, Braga. 141 pp.
- D'Souza, J., Megginson, W. e Nash, R. (2001). Determinants of performance improvements in privatized firms: the role of restructuring and corporate governance. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, n.º 243186. 1 de Março de 2001.
- Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março, *Diário da República*, I Série-A, n.º 63. Ministérios das Finanças e da Administração Pública e da Justiça. Lisboa. 29 de Março de 2006.
- Denis, D. K. e McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *ECGI Working Paper Series in Finance*, n.º 5/2003. Janeiro de 2003.
- Durães, V. e Moutinho, N. (2010). *A estrutura do governo em diferentes indústrias*. Escola Superior de Tecnologia e Gestão – Instituto Politécnico de Bragança.
- Fama, E. e Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Volume 52, n.º 2, pp. 187-224.
- Farinha, J. e Costa, L. (2009). A rotação dos gestores nas empresas cotadas portuguesas. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número 33. CMVM. Agosto de 2009.



- Ferrarini, G., Moloney, N. e Ungureanu, M. (2009). Understanding directors' pay in Europe: a comparative and empirical analysis. *ECGI Working Paper Series in Law*, n.º **126/2009**. Agosto de 2009.
- Furuta, F. e Santos, A. (2010). Comitê de auditoria versus conselho fiscal adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças*, volume **21**, número 53. USP, São Paulo. Maio/Agosto de 2010.
- Gomes, J. (2005). A fiscalização externa das sociedades comerciais e a independência dos auditores. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número **24**: 180-216. CMVM. Novembro de 2006.
- Gujarati, D. (2004). *Basic econometrics*. 4.^a Edição. McGraw-Hill. 1002 pp..
- Henriques, M. T. D. (2007). *Governo das sociedades e criação de valor – Grupo Lena*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. Escola Superior de Tecnologia e Gestão – Instituto Politécnico de Leiria. Coimbra. 178 pp..
- Hermalin, B. e Weisbach, M. (2003). Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, volume **9**, n.º 1, pp. 7-26.
- Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG). (2009). *Ante-projecto de código de bom governo das sociedades*. Lisboa.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, Julho de 1993, pp. 831-880.
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Volume **3**, n.º 4, pp. 305-360.
- Jong, A. e Dijk, R. (1999). *Determinants of leverage and agency problems*. 30 de Julho de 1999.



- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F. e Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, volume **54**, n.º 2, pp. 471-517.
- Lee, T. (2006). *Financial reporting and corporate governance*. 1.ª edição, John Wiley & Sons. Inglaterra. ISBN 978-0-470-02681-6.
- Lélis, D. e Mario, P. (2009). Auditoria interna com foco em governança, gestão de riscos e controle interno: análise da auditoria interna de uma empresa do setor energético. 9.º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo, Brasil, 30 e 31 de Julho de 2009.
- Li, H. e Qi, A. (2008). Impact of corporate governance on voluntary disclosure in chinese listed companies. *Corporate Ownership & Control*, volume **5**, n.º 2: 360-366. Verão de 2008.
- Linck, J., Netter, J. e Yang, T. (2007). The determinants of board structure. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, n.º **729935**. 23 de Março de 2007.
- Lopes, A. (2010). Sobre a relevância do método da equivalência patrimonial em Portugal: Um estudo conceptual e empírico. *XIV Encuentro AECA: Innovación y responsabilidad: desafíos y soluciones*. Coimbra, 23 e 24 de Setembro de 2010.
- Lowery, K. (2008). *Corporate governance in the 21st century*. 1.ª edição, Nova Science Publishers. EUA. ISBN 978-1-60456-008-4.
- Martins, A. e Moutinho, N. (2007). “Accruals” discricionários e o governo das sociedades: uma aplicação às empresas cotadas no mercado bolsista português. *XVII Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica*. Logroño, Espanha, Fevereiro de 2007.
- Monteiro, M. (2005), *Corporate governance em Portugal – O quadro normativo*. Apresentação proferida na AESE. Lisboa, 19 de Maio de 2005.
- Morais, M. (2008). A importância da auditoria interna para a gestão: caso das empresas portuguesas. *18.º Congresso Brasileiro de Contabilidade*. Serra Park, Rio Grande do Sul, Brasil, 24 a 28 de Agosto de 2008.



- Moreira, L. C. N. (2003). *Governo das sociedades cotadas. O regulamento da CMVM e a realidade de 2002*. Trabalho Final da Licenciatura em Contabilidade e Administração – Ramo de Auditoria. ISCAP. Porto.
- Mueller, D. (2005). The economics and politics of corporate governance in the European Union. *ECGI Working Paper Series in Law*, n.º **37/2005**. Maio de 2005.
- Mulherin, J. (2004). *Mergers and corporate governance*. 1.ª edição, Edward Elgar Publishing. Reino Unido. ISBN 1-84376-421-0.
- Ordem dos Revisores Oficiais de Contas. (2011). *Manual do ROC*. [CD ROM]. Versão 43.
- Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE). (2004a). *Corporate governance: a survey of OECD countries*.
- OCDE. (2004b). *Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades*.
- Overbeek, H., Apeldoorn, B. e Nölke, A. (2007). *The transnational politics of corporate governance regulation*. 1.ª edição, Routledge. Nova Iorque, EUA. ISBN 0-415-43172-7.
- Paccès, A. (2010). *The law and economics of corporate governance*. 1.ª edição, Edward Elgar Publishing. Reino Unido. ISBN 978-1-84844-897-1.
- Parthasarathy, A., Menon, K. e Bhattacharjee, D. (2006). Executive compensation, firm performance and corporate governance: an empirical analysis. *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*, n.º **881730**. Janeiro de 2006.
- Peasnell, K., Pope, P. e Young, S. (2004). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Working Paper*, n.º **2001/16**. Lancaster University Management School, Reino Unido.
- Pedrosa, A. e Gama, S. (2004). *Introdução computacional à probabilidade e estatística*. Porto Editora. Porto. 589 pp.. ISBN 972-0-06056-5.
- Pestana, M. e Gageiro, J. (2003). *Análise de dados para ciências sociais: a complementaridade do SPSS*. 3.ª edição. Edições Sílabo. Lisboa. 727 pp..



- Raheja, C. (2005). Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, volume **40**, n.º 2. Junho de 2005.
- Sampaio, V. (2009). O papel das auditorias internas e externas na governança das Empresas. *Palestra, CRC – CE*. Fortaleza, Brasil, 16 de Outubro de 2009.
- Schön, W. (2008). *Tax and corporate governance*. 1.^a edição, Pringer. Munique, Alemanha. ISBN 978-3-540-77275-0.
- Shleifer, A. e Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, n.º **52**: 737-783.
- Silva, A. S. (2006). *Corporate governance e interesse público*. IX Congresso dos ROC. Centro de Congressos do Estoril, Estoril, 26 e 27 de Outubro de 2006.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J. e Monteiro, M. (2006). *Livro branco sobre corporate governance em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance (IPCG).
- Silva, F. (2009). Códigos de governo societário: *does one size fit all?* *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, número **33**, pp. 40-71. CMVM. Agosto de 2009.
- Silveira, A. M. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa*. Dissertação de Mestrado. FEA/USP. São Paulo.
- The Institute of Internal Auditors (IIA) (2003). *Normas internacionais para a prática profissional de auditoria interna*. EUA.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, número **53**, pp. 113-142.
- Weston, J., Mitchell, M. e Mulherin, J. (2004). *Takeovers, restructuring and corporate governance*. 4.^a Edição. Pearson Prentice Hall. EUA.
- Yin, R. (2010). *Estudo de caso, planeamento e métodos*. 4.^a Edição, Bookman. São Paulo.



Apêndices

Apêndice I	Resultados completos das regressões	102
Apêndice II	Validação dos pressupostos do modelo OLS	133



Apêndice I Resultados completos das regressões

Modelo Univariado: MEMB

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	56,1193	2,71896	20,6400	<0,00001	***
MEMB	1,54782	0,233025	6,6423	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	31834,56		E.P. da regressão	15,64868	
R-quadrado	0,253389		R-quadrado ajustado	0,247646	
F(1, 130)	44,12015		valor P(F)	7,66e-10	
Log. da verosimilhança	-549,3433		Critério de Akaike	1102,687	
Critério de Schwarz	1108,452		Critério Hannan-Quinn	1105,029	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 6,57136

com valor p = $P(\text{Qui-quadrado}(2) > 6,57136) = 0,0374152$

Modelo Univariado: MEMB

Corrigido

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	61,4694	2,62209	23,4429	<0,00001	***
MEMB	1,12474	0,178456	6,3026	<0,00001	***

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	434,6806		E.P. da regressão	1,828578
R-quadrado	0,234045		R-quadrado ajustado	0,228154
F(1, 130)	39,72287		valor P(F)	4,19e-09
Log. da verosimilhança	-265,9593		Critério de Akaike	535,9186
Critério de Schwarz	541,6842		Critério Hannan-Quinn	538,2615

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	32795,08		E.P. da regressão	15,88300



Modelo Univariado: INDEP

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	61,0413	1,85629	32,8835	<0,00001	***
INDEP	0,544798	0,0679389	8,0189	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	28527,74		E.P. da regressão	14,81365	
R-quadrado	0,330943		R-quadrado ajustado	0,325797	
F(1, 130)	64,30340		valor P(F)	5,41e-13	
Log. da verosimilhança	-542,1047		Critério de Akaike	1088,209	
Critério de Schwarz	1093,975		Critério Hannan-Quinn	1090,552	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 3,81285

com valor $p = P(\text{Qui-quadrado}(2) > 3,81285) = 0,148611$

Modelo Univariado: EXEC

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	97,5747	3,11237	31,3506	<0,00001	***
EXEC	-0,46002	0,0508882	-9,0398	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	26181,20		E.P. da regressão	14,19133	
R-quadrado	0,385976		R-quadrado ajustado	0,381253	
F(1, 130)	81,71822		valor P(F)	1,90e-15	
Log. da verosimilhança	-536,4396		Critério de Akaike	1076,879	
Critério de Schwarz	1082,645		Critério Hannan-Quinn	1079,222	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 0,42106

com valor $p = P(\text{Qui-quadrado}(2) > 0,42106) = 0,810155$



Modelo Univariado: ROTAÇ

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	68,2977	1,92138	35,5461	<0,00001	***
ROTAÇ	1,28369	0,43418	2,9566	0,00370	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	39952,31		E.P. da regressão	17,53070	
R-quadrado	0,063005		R-quadrado ajustado	0,055797	
F(1, 130)	8,741337		valor P(F)	0,003695	
Log. da verosimilhança	-564,3341		Critério de Akaike	1132,668	
Critério de Schwarz	1138,434		Critério Hannan-Quinn	1135,011	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 6,92969

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 6,92969) = 0,0312778

Modelo Univariado: ROTAÇ Corrigido

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	69,6725	2,13977	32,5608	<0,00001	***
ROTAÇ	1,1584	0,398471	2,9071	0,00429	***

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	386,3576		E.P. da regressão	1,723944
R-quadrado	0,061042		R-quadrado ajustado	0,053819
F(1, 130)	8,451282		valor P(F)	0,004290
Log. da verosimilhança	-258,1813		Critério de Akaike	520,3627
Critério de Schwarz	526,1283		Critério Hannan-Quinn	522,7055

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	40120,09		E.P. da regressão	17,56747

**Modelo Univariado: REUN**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	58,9505	2,71148	21,7411	<0,00001	***
REUN	0,382073	0,0689912	5,5380	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	34499,63		E.P. da regressão	16,29054	
R-quadrado	0,190885		R-quadrado ajustado	0,184662	
F(1, 130)	30,66947		valor P(F)	1,63e-07	
Log. da verosimilhança	-554,6494		Critério de Akaike	1113,299	
Critério de Schwarz	1119,064		Critério Hannan-Quinn	1115,642	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 3,71436

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 3,71436) = 0,156113

Modelo Univariado: RVAR

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	68,0578	2,45199	27,7562	<0,00001	***
RVAR	0,147393	0,0757199	1,9466	0,05374	*
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	41431,16		E.P. da regressão	17,85220	
R-quadrado	0,028321		R-quadrado ajustado	0,020847	
F(1, 130)	3,789104		valor P(F)	0,053744	
Log. da verosimilhança	-566,7330		Critério de Akaike	1137,466	
Critério de Schwarz	1143,232		Critério Hannan-Quinn	1139,809	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 3,54937

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 3,54937) = 0,169537



Modelo Univariado: RNEXEC

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	66,5792	1,78366	37,3273	<0,00001	***
RNEXEC	0,228282	0,0461097	4,9508	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	35874,74		E.P. da regressão	16,61203	
R-quadrado	0,158635		R-quadrado ajustado	0,152163	
F(1, 130)	24,51087		valor P(F)	2,25e-06	
Log. da verosimilhança	-557,2290		Critério de Akaike	1118,458	
Critério de Schwarz	1124,224		Critério Hannan-Quinn	1120,801	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 8,12434

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 8,12434) = 0,0172117

Modelo Univariado: RNEXEC

Corrigido

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	70,5322	1,93474	36,4556	<0,00001	***
RNEXEC	0,170477	0,0368252	4,6294	<0,00001	***

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	442,3544		E.P. da regressão	1,844648
R-quadrado	0,141523		R-quadrado ajustado	0,134919
F(1, 130)	21,43091		valor P(F)	8,77e-06
Log. da verosimilhança	-267,1143		Critério de Akaike	538,2286
Critério de Schwarz	543,9942		Critério Hannan-Quinn	540,5715

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	37231,02		E.P. da regressão	16,92313

**Modelo Univariado: CONAC**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	85,6474	8,23907	10,3953	<0,00001	***
CONAC	-0,188189	0,109553	-1,7178	0,08822	*
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	41692,39		E.P. da regressão	17,90840	
R-quadrado	0,022195		R-quadrado ajustado	0,014673	
F(1, 130)	2,950807		valor P(F)	0,088216	
Log. da verosimilhança	-567,1478		Critério de Akaike	1138,296	
Critério de Schwarz	1144,061		Critério Hannan-Quinn	1140,639	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 10,8704

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 10,8704) = 0,00436032

Modelo Univariado: CONAC**Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	95,4272	9,2045	10,3675	<0,00001	***
CONAC	-0,302506	0,121226	-2,4954	0,01383	**

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	359,9895		E.P. da regressão	1,664076
R-quadrado	0,045710		R-quadrado ajustado	0,038370
F(1, 130)	6,226965		valor P(F)	0,013834
Log. da verosimilhança	-253,5159		Critério de Akaike	511,0318
Critério de Schwarz	516,7974		Critério Hannan-Quinn	513,3747

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	42277,81		E.P. da regressão	18,03369



Modelo Univariado: ESTAD

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	70,3709	1,65722	42,4631	<0,00001	***
ESTAD	0,348405	0,151351	2,3020	0,02293	**
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	40968,77		E.P. da regressão	17,75231	
R-quadrado	0,039166		R-quadrado ajustado	0,031775	
F(1, 130)	5,299087		valor P(F)	0,022927	
Log. da verosimilhança	-565,9923		Critério de Akaike	1135,985	
Critério de Schwarz	1141,750		Critério Hannan-Quinn	1138,327	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 2,01841

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 2,01841) = 0,364508

Modelo Univariado: PADM

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	70,4454	2,07373	33,9703	<0,00001	***
PADM	0,0530394	0,0550449	0,9636	0,33705	
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	42336,38		E.P. da regressão	18,04618	
R-quadrado	0,007091		R-quadrado ajustado	-0,000546	
F(1, 130)	0,928460		valor P(F)	0,337052	
Log. da verosimilhança	-568,1595		Critério de Akaike	1140,319	
Critério de Schwarz	1146,085		Critério Hannan-Quinn	1142,662	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 3,42319

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 3,42319) = 0,180578

**Modelo Univariado: BIG4**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	67,087	2,62174	25,5888	<0,00001	***
BIG4	7,15723	3,24808	2,2035	0,02932	**
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	41103,52		E.P. da regressão	17,78148	
R-quadrado	0,036005		R-quadrado ajustado	0,028590	
F(1, 130)	4,855529		valor P(F)	0,029319	
Log. da verosimilhança	-566,2090		Critério de Akaike	1136,418	
Critério de Schwarz	1142,184		Critério Hannan-Quinn	1138,761	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 2,05118

com valor p = P(Qui-quadrado(1) > 2,05118) = 0,152088

Modelo Univariado: HONADM

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	69,6749	1,80258	38,6529	<0,00001	***
HONADM	0,0492541	0,021973	2,2416	0,02668	**
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	41052,04		E.P. da regressão	17,77034	
R-quadrado	0,037213		R-quadrado ajustado	0,029807	
F(1, 130)	5,024652		valor P(F)	0,026684	
Log. da verosimilhança	-566,1263		Critério de Akaike	1136,253	
Critério de Schwarz	1142,018		Critério Hannan-Quinn	1138,595	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 0,76316

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 0,76316) = 0,682782



Modelo Univariado: HONNAUD

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	66,6597	2,4578	27,1217	<0,00001	***
HONNAUD	0,173485	0,0654112	2,6522	0,00899	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	40450,02		E.P. da regressão	17,63956	
R-quadrado	0,051332		R-quadrado ajustado	0,044035	
F(1, 130)	7,034248		valor P(F)	0,008992	
Log. da verosimilhança	-565,1512		Critério de Akaike	1134,302	
Critério de Schwarz	1140,068		Critério Hannan-Quinn	1136,645	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 0,598482

com valor p = P(Qui-quadrado(2) > 0,598482) = 0,741381

Modelo Univariado: CGS

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	65,3294	1,72282	37,9200	<0,00001	***
CGS	18,0323	2,88721	6,2456	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	32797,63		E.P. da regressão	15,88362	
R-quadrado	0,230802		R-quadrado ajustado	0,224885	
F(1, 130)	39,00727		valor P(F)	5,55e-09	
Log. da verosimilhança	-551,3103		Critério de Akaike	1106,621	
Critério de Schwarz	1112,386		Critério Hannan-Quinn	1108,964	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 19,0407

com valor p = P(Qui-quadrado(1) > 19,0407) = 1,27959e-005



Modelo Univariado: CGS Corrigido

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132
Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	65,3294	2,13123	30,6534	<0,00001	***
CGS	18,0323	2,39421	7,5316	<0,00001	***

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	357,1740	E.P. da regressão	1,657556
R-quadrado	0,303790	R-quadrado ajustado	0,298434
F(1, 130)	56,72520	valor P(F)	7,48e-12
Log. da verosimilhança	-252,9977	Crítério de Akaike	509,9954
Crítério de Schwarz	515,7610	Crítério Hannan-Quinn	512,3382

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	32797,63	E.P. da regressão	15,88362

Modelo Univariado: SECFIN

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	70,8	1,67278	42,3248	<0,00001	***
SECFIN	7,37647	4,66123	1,5825	0,11596	

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	41832,87	E.P. da regressão	17,93854
R-quadrado	0,018900	R-quadrado ajustado	0,011353
F(1, 130)	2,504354	valor P(F)	0,115962
Log. da verosimilhança	-567,3698	Crítério de Akaike	1138,740
Crítério de Schwarz	1144,505	Crítério Hannan-Quinn	1141,083

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 3,03295

com valor p = P(Qui-quadrado(1) > 3,03295) = 0,0815894



**Modelo Univariado: SECFIN
Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	70,8	1,83741	38,5326	<0,00001	***
SECFIN	7,37647	2,90106	2,5427	0,01217	**

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. Quadrados	368,2192	E.P. da regressão	1,682990
R-quadrado	0,047377	R-quadrado ajustado	0,040049
F(1, 130)	6,465249	valor P(F)	0,012173
Log. da verosimilhança	-255,0077	Critério de Akaike	514,0155
Critério de Schwarz	519,7811	Critério Hannan-Quinn	516,3583

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. Quadrados	41832,87	E.P. da regressão	17,93854



Modelo Multivariado: MEMB

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
Const	60,1493	7,25449	8,2913	<0,00001	***
MEMB	0,191488	0,343638	0,5572	0,57838	
ROE	0,000111691	0,0044621	0,0250	0,98007	
END	-0,189524	0,0581317	-3,2602	0,00144	***
PSI20	1,68039	3,35596	0,5007	0,61747	
DIM	6,60823	2,42012	2,7305	0,00725	***
MODMON	-10,3742	2,91465	-3,5593	0,00053	***
ANO09	18,9977	2,69356	7,0530	<0,00001	***
ANO08	11,9172	2,69157	4,4276	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. Quadrados	19079,00		E.P. da regressão	12,45447	
R-quadrado	0,552543		R-quadrado ajustado	0,523440	
F(8, 123)	18,98585		valor P(F)	2,49e-18	
Log. da verosimilhança	-515,5536		Critério de Akaike	1049,107	
Critério de Schwarz	1075,052		Critério Hannan-Quinn	1059,650	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 32,5964

com valor p = P(Qui-quadrado(39) > 32,5964) = 0,755651

Modelo Multivariado: INDEP

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	46,4586	7,55234	6,1516	<0,00001	***
INDEP	0,295968	0,073637	4,0193	0,00010	***
ROE	0,000525024	0,00419969	0,1250	0,90072	
END	-0,113144	0,0572723	-1,9755	0,05045	*
PSI20	0,921079	3,12314	0,2949	0,76855	
DIM	6,83067	1,8914	3,6114	0,00044	***
MODMON	-4,3649	2,99555	-1,4571	0,14763	
ANO09	17,769	2,54346	6,9862	<0,00001	***
ANO08	10,9281	2,5434	4,2967	0,00003	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	16906,67		E.P. da regressão	11,72402	
R-quadrado	0,603490		R-quadrado ajustado	0,577701	
F(8, 123)	23,40086		valor P(F)	1,90e-21	
Log. da verosimilhança	-507,5756		Critério de Akaike	1033,151	
Critério de Schwarz	1059,096		Critério Hannan-Quinn	1043,694	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 34,748

com valor p = P(Qui-quadrado(39) > 34,748) = 0,664166



Modelo Multivariado: EXEC

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
 Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
Const	72,1825	7,11386	10,1468	<0,00001	***
EXEC	-0,254105	0,0527791	-4,8145	<0,00001	***
ROE	0,00315377	0,00414697	0,7605	0,44841	
END	-0,152644	0,0534709	-2,8547	0,00506	***
PSI20	-0,412163	3,07702	-0,1339	0,89366	
DIM	6,60235	1,84763	3,5734	0,00050	***
MODMON	-5,52734	2,6875	-2,0567	0,04183	**
ANO09	16,649	2,51328	6,6244	<0,00001	***
ANO08	10,3273	2,49222	4,1438	0,00006	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	16094,21		E.P. da regressão	11,43885	
R-quadrado	0,622545		R-quadrado ajustado	0,597995	
F(8, 123)	25,35834		valor P(F)	1,01e-22	
Log. da verosimilhança	-504,3251		Critério de Akaike	1026,650	
Critério de Schwarz	1052,595		Critério Hannan-Quinn	1037,193	

Teste de White para a heterocedasticidade -
 Hipótese nula: sem heterocedasticidade
 Estatística de teste: LM = 45,1048
 com valor p = P(Qui-quadrado(39) > 45,1048) = 0,231846

Modelo Multivariado: ROTAÇ

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
 Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	59,743	7,22494	8,2690	<0,00001	***
ROTAÇ	-0,0407766	0,349114	-0,1168	0,90721	
ROE	5,88459e-05	0,00447415	0,0132	0,98953	
END	-0,185131	0,058045	-3,1894	0,00181	***
PSI20	2,01352	3,31038	0,6082	0,54415	
DIM	7,39673	2,0261	3,6507	0,00039	***
MODMON	-11,1589	2,79191	-3,9969	0,00011	***
ANO09	19,1882	2,68652	7,1424	<0,00001	***
ANO08	12,039	2,70425	4,4519	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	19125,05		E.P. da regressão	12,46949	
R-quadrado	0,551463		R-quadrado ajustado	0,522290	
F(8, 123)	18,90313		valor P(F)	2,87e-18	
Log. da verosimilhança	-515,7127		Critério de Akaike	1049,425	
Critério de Schwarz	1075,371		Critério Hannan-Quinn	1059,968	

Teste de White para a heterocedasticidade -
 Hipótese nula: sem heterocedasticidade
 Estatística de teste: LM = 31,8922
 com valor p = P(Qui-quadrado(39) > 31,8922) = 0,783148



Modelo Multivariado: REUN

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	59,2582	7,19015	8,2416	<0,00001	***
REUN	0,0859462	0,0694826	1,2369	0,21846	
ROE	-0,000725476	0,00447878	-0,1620	0,87159	
END	-0,185868	0,0574519	-3,2352	0,00156	***
PSI20	1,11263	3,36713	0,3304	0,74163	
DIM	6,62227	2,08266	3,1797	0,00187	***
MODMON	-10,3621	2,69165	-3,8497	0,00019	***
ANO09	18,8436	2,67616	7,0413	<0,00001	***
ANO08	11,7835	2,67968	4,3974	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	18892,16		E.P. da regressão	12,39334	
R-quadrado	0,556925		R-quadrado ajustado	0,528107	
F(8, 123)	19,32568		valor P(F)	1,39e-18	
Log. da verosimilhança	-514,9041		Critério de Akaike	1047,808	
Critério de Schwarz	1073,753		Critério Hannan-Quinn	1058,351	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 33,4419

com valor $p = P(\text{Qui-quadrado}(39) > 33,4419) = 0,720888$

Modelo Multivariado: RVAR

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	59,935	7,23298	8,2864	<0,00001	***
RVAR	0,0274439	0,0610966	0,4492	0,65409	
ROE	6,91345e-05	0,00446243	0,0155	0,98766	
END	-0,183793	0,0579242	-3,1730	0,00191	***
PSI20	1,85598	3,32317	0,5585	0,57752	
DIM	7,08981	2,09607	3,3824	0,00096	***
MODMON	-11,3303	2,71636	-4,1711	0,00006	***
ANO09	19,3105	2,69703	7,1599	<0,00001	***
ANO08	12,0633	2,69093	4,4830	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	19095,84		E.P. da regressão	12,45997	
R-quadrado	0,552148		R-quadrado ajustado	0,523020	
F(8, 123)	18,95555		valor P(F)	2,62e-18	
Log. da verosimilhança	-515,6119		Critério de Akaike	1049,224	
Critério de Schwarz	1075,169		Critério Hannan-Quinn	1059,767	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 33,0253

com valor $p = P(\text{Qui-quadrado}(39) > 33,0253) = 0,738237$



Modelo Multivariado: RNEXC

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
 Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	57,3026	7,23877	7,9161	<0,00001	***
RNEXC	0,0710838	0,0377881	1,8811	0,06232	*
ROE	0,000310011	0,00440474	0,0704	0,94400	
END	-0,170904	0,0575375	-2,9703	0,00358	***
PSI20	0,988657	3,30726	0,2989	0,76549	
DIM	7,36197	1,97856	3,7209	0,00030	***
MODMON	-10,067	2,66397	-3,7790	0,00024	***
ANO09	18,0305	2,71029	6,6526	<0,00001	***
ANO08	11,4249	2,67026	4,2786	0,00004	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	18592,28		E.P. da regressão	12,29458	
R-quadrado	0,563958		R-quadrado ajustado	0,535598	
F(8, 123)	19,88537		valor P(F)	5,38e-19	
Log. da verosimilhança	-513,8481		Critério de Akaike	1045,696	
Critério de Schwarz	1071,641		Critério Hannan-Quinn	1056,239	

Teste de White para a heterocedasticidade -
 Hipótese nula: sem heterocedasticidade
 Estatística de teste: LM = 32,1415
 com valor p = P(Qui-quadrado(39) > 32,1415) = 0,77358

Modelo Multivariado: CONAC

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
 Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	63,3261	10,1599	6,2330	<0,00001	***
CONAC	-0,0431095	0,0857337	-0,5028	0,61598	
ROE	0,000148444	0,00446718	0,0332	0,97355	
END	-0,193132	0,0595873	-3,2412	0,00153	***
PSI20	1,64353	3,38292	0,4858	0,62795	
DIM	7,3665	2,00476	3,6745	0,00035	***
MODMON	-10,7685	2,70716	-3,9778	0,00012	***
ANO09	19,3008	2,69059	7,1734	<0,00001	***
ANO08	12,1393	2,70033	4,4955	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	19087,93		E.P. da regressão	12,45738	
R-quadrado	0,552334		R-quadrado ajustado	0,523217	
F(8, 123)	18,96978		valor P(F)	2,55e-18	
Log. da verosimilhança	-515,5845		Critério de Akaike	1049,169	
Critério de Schwarz	1075,114		Critério Hannan-Quinn	1059,712	

Teste de White para a heterocedasticidade -
 Hipótese nula: sem heterocedasticidade
 Estatística de teste: LM = 29,1118
 com valor p = P(Qui-quadrado(39) > 29,1118) = 0,875749



Modelo Multivariado: ESTAD

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	59,1154	7,32965	8,0653	<0,00001	***
ESTAD	0,0577042	0,119746	0,4819	0,63074	
ROE	9,11271e-05	0,00446291	0,0204	0,98374	
END	-0,189139	0,0581809	-3,2509	0,00148	***
PSI20	1,84153	3,32354	0,5541	0,58053	
DIM	7,45586	2,01395	3,7021	0,00032	***
MODMON	-10,4448	2,93451	-3,5593	0,00053	***
ANO09	19,1446	2,6778	7,1494	<0,00001	***
ANO08	11,9922	2,68781	4,4617	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	19091,12		E.P. da regressão	12,45843	
R-quadrado	0,552259		R-quadrado ajustado	0,523137	
F(8, 123)	18,96404		valor P(F)	2,58e-18	
Log. da verosimilhança	-515,5956		Critério de Akaike	1049,191	
Critério de Schwarz	1075,136		Critério Hannan-Quinn	1059,734	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 30,2705

com valor $p = P(\text{Qui-quadrado}(39) > 30,2705) = 0,840501$

Modelo Multivariado: PADM

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	55,1649	6,62158	8,3311	<0,00001	***
PADM	0,203379	0,0397842	5,1121	<0,00001	***
ROE	0,00268895	0,00408832	0,6577	0,51195	
END	-0,151631	0,0529217	-2,8652	0,00490	***
PSI20	8,04088	3,22928	2,4900	0,01411	**
DIM	6,19204	1,83689	3,3709	0,00100	***
MODMON	-13,7359	2,46211	-5,5789	<0,00001	***
ANO09	18,7624	2,43513	7,7049	<0,00001	***
ANO08	11,583	2,44453	4,7383	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	15775,44		E.P. da regressão	11,32500	
R-quadrado	0,630021		R-quadrado ajustado	0,605957	
F(8, 123)	26,18142		valor P(F)	3,04e-23	
Log. da verosimilhança	-503,0048		Critério de Akaike	1024,010	
Critério de Schwarz	1049,955		Critério Hannan-Quinn	1034,553	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 48,8294

com valor $p = P(\text{Qui-quadrado}(39) > 48,8294) = 0,134517$



Modelo Multivariado: BIG4

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
 Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	58,2976	7,30309	7,9826	<0,00001	***
BIG4	2,65383	2,3869	1,1118	0,26838	
ROE	-0,000774297	0,00450053	-0,1720	0,86368	
END	-0,17376	0,0585214	-2,9692	0,00359	***
PSI20	2,65892	3,34531	0,7948	0,42825	
DIM	6,84792	2,05006	3,3403	0,00111	***
MODMON	-10,8864	2,64009	-4,1235	0,00007	***
ANO09	19,1131	2,66701	7,1665	<0,00001	***
ANO08	12,0505	2,67705	4,5014	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	18936,85		E.P. da regressão	12,40799	
R-quadrado	0,555877		R-quadrado ajustado	0,526991	
F(8, 123)	19,24379		valor P(F)	1,60e-18	
Log. da verosimilhança	-515,0600		Critério de Akaike	1048,120	
Critério de Schwarz	1074,065		Critério Hannan-Quinn	1058,663	

Teste de White para a heterocedasticidade -
 Hipótese nula: sem heterocedasticidade
 Estatística de teste: LM = 32,8851
 com valor p = P(Qui-quadrado(38) > 32,8851) = 0,704666

Modelo Multivariado: HONADM

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
 Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	62,0575	7,30681	8,4931	<0,00001	***
HONADM	-0,0268753	0,0171819	-1,5642	0,12035	
ROE	0,000493521	0,00443139	0,1114	0,91151	
END	-0,213414	0,0599121	-3,5621	0,00052	***
PSI20	1,81696	3,27928	0,5541	0,58053	
DIM	7,83681	2,01	3,8989	0,00016	***
MODMON	-12,0693	2,70179	-4,4672	0,00002	***
ANO09	19,4656	2,66059	7,3162	<0,00001	***
ANO08	12,471	2,6803	4,6528	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	18754,12		E.P. da regressão	12,34798	
R-quadrado	0,560162		R-quadrado ajustado	0,531555	
F(8, 123)	19,58109		valor P(F)	8,99e-19	
Log. da verosimilhança	-514,4201		Critério de Akaike	1046,840	
Critério de Schwarz	1072,785		Critério Hannan-Quinn	1057,383	

Teste de White para a heterocedasticidade -
 Hipótese nula: sem heterocedasticidade
 Estatística de teste: LM = 40,3698
 com valor p = P(Qui-quadrado(39) > 40,3698) = 0,409561



Modelo Multivariado: HONNAUD

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
Const	59,507	7,22776	8,2331	<0,00001	***
HONNAUD	-0,02979	0,0550797	-0,5409	0,58959	
ROE	1,57591e-05	0,00445974	0,0035	0,99719	
END	-0,186272	0,0577476	-3,2256	0,00161	***
PSI20	2,17982	3,32157	0,6563	0,51288	
DIM	7,72183	2,11076	3,6583	0,00037	***
MODMON	-11,0593	2,64576	-4,1800	0,00005	***
ANO09	19,061	2,6838	7,1023	<0,00001	***
ANO08	11,9896	2,68717	4,4618	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	19081,79		E.P. da regressão	12,45538	
R-quadrado	0,552478		R-quadrado ajustado	0,523371	
F(8, 123)	18,98084		valor P(F)	2,51e-18	
Log. da verosimilhança	-515,5633		Critério de Akaike	1049,127	
Critério de Schwarz	1075,072		Critério Hannan-Quinn	1059,669	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 35,7257

com valor p = P(Qui-quadrado(39) > 35,7257) = 0,620023

Modelo Multivariado: CGS

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	63,3443	6,54052	9,6849	<0,00001	***
CGS	12,815	2,39265	5,3560	<0,00001	***
ROE	4,92563e-05	0,0040207	0,0123	0,99025	
END	-0,168475	0,0521553	-3,2303	0,00159	***
PSI20	-1,3529	3,04539	-0,4442	0,65765	
DIM	5,13518	1,85442	2,7692	0,00649	***
MODMON	-12,7049	2,4051	-5,2825	<0,00001	***
ANO09	19,0098	2,41345	7,8766	<0,00001	***
ANO08	12,392	2,42354	5,1132	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	15509,89		E.P. da regressão	11,22928	
R-quadrado	0,636249		R-quadrado ajustado	0,612590	
F(8, 123)	26,89292		valor P(F)	1,10e-23	
Log. da verosimilhança	-501,8843		Critério de Akaike	1021,769	
Critério de Schwarz	1047,714		Critério Hannan-Quinn	1032,312	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 21,1561

com valor p = P(Qui-quadrado(38) > 21,1561) = 0,987658



Modelo Multivariado: SECFIN

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	54,3865	9,28807	5,8555	<0,00001	***
SECFIN	-4,34918	4,77507	-0,9108	0,36418	
ROE	1,75264e-05	0,00445004	0,0039	0,99686	
END	-0,17132	0,0597516	-2,8672	0,00487	***
PSI20	-0,0194652	3,97676	-0,0049	0,99610	
DIM	9,16306	2,81098	3,2597	0,00144	***
MODMON	-10,7719	2,65835	-4,0521	0,00009	***
ANO09	19,0979	2,67201	7,1474	<0,00001	***
ANO08	11,9361	2,68227	4,4500	0,00002	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	18999,03		E.P. da regressão	12,42834	
R-quadrado	0,554419		R-quadrado ajustado	0,525438	
F(8, 123)	19,13049		valor P(F)	1,94e-18	
Log. da verosimilhança	-515,2764		Critério de Akaike	1048,553	
Critério de Schwarz	1074,498		Critério Hannan-Quinn	1059,096	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 30,5895

com valor $p = P(\text{Qui-quadrado}(38) > 30,5895) = 0,798058$



**Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco A, SEM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	68,4377	6,69594	10,2208	<0,00001	***
MEMB	0,455444	0,311334	1,4629	0,14599	
INDEP	0,304745	0,0798945	3,8143	0,00021	***
EXEC	-0,201693	0,0720267	-2,8003	0,00591	***
ROTAÇ	-0,177637	0,36899	-0,4814	0,63106	
REUN	0,135022	0,0789592	1,7100	0,08972	*
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	21846,04		E.P. da regressão	13,16743	
R-quadrado	0,487648		R-quadrado ajustado	0,467317	
F(5, 126)	23,98496		valor P(F)	6,82e-17	
Log. da verosimilhança	-524,4921		Critério de Akaike	1060,984	
Critério de Schwarz	1078,281		Critério Hannan-Quinn	1068,013	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 46,5824

com valor p = P(Qui-quadrado(20) > 46,5824) = 0,000670132

**Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco A, SEM as variáveis de controlo
Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	73,524	6,27339	11,7200	<0,00001	***
MEMB	0,410239	0,215501	1,9036	0,05924	*
INDEP	0,251266	0,0687531	3,6546	0,00038	***
EXEC	-0,223068	0,066656	-3,3466	0,00108	***
ROTAÇ	-0,20673	0,17935	-1,1527	0,25123	
REUN	0,0734294	0,0675673	1,0868	0,27922	

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	549,6078	E.P. da regressão	2,088532
R-quadrado	0,554662	R-quadrado ajustado	0,536990
F(5, 126)	31,38628	valor P(F)	1,20e-20
Log. da verosimilhança	-281,4425	Critério de Akaike	574,8850
Critério de Schwarz	592,1818	Critério Hannan-Quinn	581,9136

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	22236,99	E.P. da regressão	13,28473



**Modelo Multivariado:
 com as variáveis independentes do Bloco A, COM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	59,8847	8,90756	6,7229	<0,00001	***
MEMB	-0,116605	0,372488	-0,3130	0,75479	
INDEP	0,190756	0,0858347	2,2224	0,02815	**
EXEC	-0,191364	0,0648874	-2,9492	0,00384	***
ROTAÇ	-0,207838	0,327	-0,6356	0,52626	
REUN	0,0871474	0,0706439	1,2336	0,21978	
ROE	0,00206222	0,004187	0,4925	0,62325	
END	-0,108706	0,0555478	-1,9570	0,05269	*
PSI20	-1,17115	3,11326	-0,3762	0,70745	
DIM	6,3212	2,27871	2,7740	0,00643	***
MODMON	-2,81702	3,29363	-0,8553	0,39411	
ANO09	16,2587	2,49753	6,5099	<0,00001	***
ANO08	10,0399	2,47777	4,0520	0,00009	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	15192,15		E.P. da regressão	11,29890	
R-quadrado	0,643701		R-quadrado ajustado	0,607771	
F(12, 119)	17,91574		valor P(F)	1,98e-21	
Log. da verosimilhança	-500,5182		Crítério de Akaike	1027,036	
Crítério de Schwarz	1064,513		Crítério Hannan-Quinn	1042,265	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 83,4225

com valor p = P(Qui-quadrado(85) > 83,4225) = 0,528103

**Modelo Multivariado:
 com as variáveis independentes do Bloco B, SEM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	59,5611	2,62455	22,6939	<0,00001	***
RVAR	0,245303	0,0695897	3,5250	0,00059	***
RNEXEC	0,26683	0,0455404	5,8592	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	32722,80		E.P. da regressão	15,92687	
R-quadrado	0,232557		R-quadrado ajustado	0,220659	
F(2, 129)	19,54535		valor P(F)	3,85e-08	
Log. da verosimilhança	-551,1596		Crítério de Akaike	1108,319	
Crítério de Schwarz	1116,968		Crítério Hannan-Quinn	1111,833	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 10,0893

com valor p = P(Qui-quadrado(5) > 10,0893) = 0,0727444



**Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco B, SEM as variáveis de controlo
Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	61,659	2,52989	24,3722	<0,00001	***
RVAR	0,224995	0,0668079	3,3678	0,00100	***
RNEXEC	0,251684	0,0391402	6,4303	<0,00001	***

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	467,6804	E.P. da regressão	1,904056
R-quadrado	0,251996	R-quadrado ajustado	0,240399
F(2, 129)	21,72952	valor P(F)	7,36e-09
Log. da verosimilhança	-270,7888	Crítério de Akaike	547,5775
Crítério de Schwarz	556,2260	Crítério Hannan-Quinn	551,0919

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	32967,91	E.P. da regressão	15,98641

**Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco B, COM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	57,1895	7,21566	7,9258	<0,00001	***
RVAR	0,0884595	0,0658199	1,3440	0,18145	
RNEXEC	0,0937129	0,0412571	2,2714	0,02487	**
ROE	0,000542964	0,0043938	0,1236	0,90185	
END	-0,159882	0,0579333	-2,7598	0,00668	***
PSI20	0,188706	3,34978	0,0563	0,95517	
DIM	6,47728	2,07907	3,1155	0,00229	***
MODMON	-10,637	2,68894	-3,9558	0,00013	***
ANO09	18,1349	2,70257	6,7103	<0,00001	***
ANO08	11,4224	2,66155	4,2916	0,00004	***

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	18321,04	E.P. da regressão	12,25449
R-quadrado	0,570320	R-quadrado ajustado	0,538622
F(9, 122)	17,99244	valor P(F)	1,06e-18
Log. da verosimilhança	-512,8781	Crítério de Akaike	1045,756
Crítério de Schwarz	1074,584	Crítério Hannan-Quinn	1057,471

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 49,1259

com valor p = P(Qui-quadrado(49) > 49,1259) = 0,468077



**Modelo Multivariado:
 com as variáveis independentes do Bloco C, SEM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	82,1328	8,26827	9,9335	<0,00001	***
CONAC	-0,183985	0,110192	-1,6697	0,09743	*
ESTAD	0,329851	0,151618	2,1755	0,03143	**
PADM	0,077182	0,0546023	1,4135	0,15993	
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	39692,49		E.P. da regressão	17,60959	
R-quadrado	0,069098		R-quadrado ajustado	0,047280	
F(3, 128)	3,167022		valor P(F)	0,026741	
Log. da verosimilhança	-563,9035		Critério de Akaike	1135,807	
Critério de Schwarz	1147,338		Critério Hannan-Quinn	1140,493	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 15,699

com valor p = P(Qui-quadrado(9) > 15,699) = 0,0734395

**Modelo Multivariado:
 com as variáveis independentes do Bloco C, SEM as variáveis de controlo
 Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	95,3675	8,73751	10,9147	<0,00001	***
CONAC	-0,339751	0,115269	-2,9475	0,00381	***
ESTAD	0,265851	0,0682669	3,8943	0,00016	***
PADM	0,0796787	0,0495056	1,6095	0,10997	

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	398,8582		E.P. da regressão	1,765242
R-quadrado	0,168558		R-quadrado ajustado	0,149071
F(3, 128)	8,649820		valor P(F)	0,000029
Log. da verosimilhança	-260,2830		Critério de Akaike	528,5659
Critério de Schwarz	540,0971		Critério Hannan-Quinn	533,2517

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	40654,31		E.P. da regressão	17,82167



Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco C, COM as variáveis de controlo

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
Const	57,8365	9,40965	6,1465	<0,00001	***
CONAC	-0,0321564	0,0785955	-0,4091	0,68316	
ESTAD	0,00210522	0,110305	0,0191	0,98480	
PADM	0,202846	0,0403149	5,0315	<0,00001	***
ROE	0,00277645	0,00412524	0,6730	0,50221	
END	-0,157354	0,0555609	-2,8321	0,00542	***
PSI20	7,75034	3,35678	2,3089	0,02265	**
DIM	6,20027	1,86149	3,3308	0,00115	***
MODMON	-13,4923	2,82468	-4,7766	<0,00001	***
ANO09	18,8632	2,46608	7,6491	<0,00001	***
ANO08	11,6826	2,47503	4,7202	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	15753,64		E.P. da regressão	11,41032	
R-quadrado	0,630532		R-quadrado ajustado	0,599998	
F(10, 121)	20,64982		valor P(F)	7,43e-22	
Log. da verosimilhança	-502,9135		Critério de Akaike	1027,827	
Critério de Schwarz	1059,538		Critério Hannan-Quinn	1040,713	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 67,5801

com valor p = P(Qui-quadrado(60) > 67,5801) = 0,234199

Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco D, SEM as variáveis de controlo

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	63,0536	3,05783	20,6204	<0,00001	***
BIG4	5,35711	3,28327	1,6316	0,10521	
HONADM	0,0279558	0,0229544	1,2179	0,22551	
HONNAUD	0,137294	0,06733	2,0391	0,04350	**
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	38856,92		E.P. da regressão	17,42325	
R-quadrado	0,088695		R-quadrado ajustado	0,067336	
F(3, 128)	4,152627		valor P(F)	0,007612	
Log. da verosimilhança	-562,4993		Critério de Akaike	1132,999	
Critério de Schwarz	1144,530		Critério Hannan-Quinn	1137,684	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 14,0656

com valor p = P(Qui-quadrado(8) > 14,0656) = 0,080072



**Modelo Multivariado:
 com as variáveis independentes do Bloco D, SEM as variáveis de controlo
 Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132
 Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	65,1618	3,44194	18,9317	<0,00001	***
BIG4	3,06762	3,33451	0,9200	0,35932	
HONADM	0,0219769	0,00999111	2,1996	0,02963	**
HONNAUD	0,124653	0,0640598	1,9459	0,05386	*

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	461,7919	E.P. da regressão	1,899408
R-quadrado	0,104512	R-quadrado ajustado	0,083524
F(3, 128)	4,979620	valor P(F)	0,002665
Log. da verosimilhança	-269,9525	Crítério de Akaike	547,9050
Crítério de Schwarz	559,4362	Crítério Hannan-Quinn	552,5908

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	39097,36	E.P. da regressão	17,47707

**Modelo Multivariado:
 com as variáveis independentes do Bloco D, COM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132
 Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	60,3635	7,41948	8,1358	<0,00001	***
BIG4	3,33787	2,40606	1,3873	0,16791	
HONADM	-0,0296398	0,0176602	-1,6783	0,09586	*
HONNAUD	-0,0175115	0,0555449	-0,3153	0,75310	
ROE	-0,000469059	0,00448389	-0,1046	0,91686	
END	-0,201492	0,0605078	-3,3300	0,00115	***
PSI20	2,72502	3,34974	0,8135	0,41753	
DIM	7,44656	2,1386	3,4820	0,00069	***
MODMON	-11,9626	2,70472	-4,4229	0,00002	***
ANO09	19,3682	2,67073	7,2520	<0,00001	***
ANO08	12,5639	2,68303	4,6827	<0,00001	***

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	18449,70	E.P. da regressão	12,34815
R-quadrado	0,567302	R-quadrado ajustado	0,531542
F(10, 121)	15,86408	valor P(F)	6,97e-18
Log. da verosimilhança	-513,3400	Crítério de Akaike	1048,680
Crítério de Schwarz	1080,391	Crítério Hannan-Quinn	1061,566

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 68,677

com valor p = P(Qui-quadrado(59) > 68,677) = 0,182218



**Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco E, SEM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	64,3664	1,78791	36,0009	<0,00001	***
CGS	18,0453	2,86192	6,3053	<0,00001	***
SECFIN	7,44108	4,09113	1,8188	0,07126	*
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	31977,57		E.P. da regressão	15,74446	
R-quadrado	0,250035		R-quadrado ajustado	0,238408	
F(2, 129)	21,50400		valor P(F)	8,71e-09	
Log. da verosimilhança	-549,6391		Critério de Akaike	1105,278	
Critério de Schwarz	1113,927		Critério Hannan-Quinn	1108,793	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 17,4389

com valor p = P(Qui-quadrado(3) > 17,4389) = 0,000574022

**Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco E, SEM as variáveis de controlo
Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	64,6151	1,94571	33,2090	<0,00001	***
CGS	18,7656	2,3579	7,9586	<0,00001	***
SECFIN	1,80534	3,92183	0,4603	0,64605	

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	329,7235		E.P. da regressão	1,598748
R-quadrado	0,329997		R-quadrado ajustado	0,319609
F(2, 129)	31,76821		valor P(F)	6,05e-12
Log. da verosimilhança	-247,7197		Critério de Akaike	501,4395
Critério de Schwarz	510,0879		Critério Hannan-Quinn	504,9538

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	32470,55		E.P. da regressão	15,86536



**Modelo Multivariado:
com as variáveis independentes do Bloco E, COM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	65,7427	8,69262	7,5630	<0,00001	***
CGS	13,0917	2,48916	5,2595	<0,00001	***
SECFIN	1,88842	4,4884	0,4207	0,67469	
ROE	5,30295e-05	0,00403423	0,0131	0,98953	
END	-0,174366	0,0541715	-3,2188	0,00165	***
PSI20	-0,546836	3,60657	-0,1516	0,87974	
DIM	4,30592	2,71049	1,5886	0,11474	
MODMON	-12,8638	2,44256	-5,2665	<0,00001	***
ANO09	19,036	2,42237	7,8584	<0,00001	***
ANO08	12,4309	2,43346	5,1083	<0,00001	***

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	15487,42	E.P. da regressão	11,26703
R-quadrado	0,636776	R-quadrado ajustado	0,609981
F(9, 122)	23,76454	valor P(F)	5,45e-23
Log. da verosimilhança	-501,7886	Crítério de Akaike	1023,577
Crítério de Schwarz	1052,405	Crítério Hannan-Quinn	1035,292

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 30,3573

com valor p = P(Qui-quadrado(47) > 30,3573) = 0,971552



**Modelo Multivariado:
com TODAS as variáveis independentes, SEM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	44,4045	10,2848	4,3175	0,00003	***
MEMB	0,33414	0,379375	0,8808	0,38027	
INDEP	0,276141	0,0804959	3,4305	0,00084	***
EXEC	-0,0960572	0,0781813	-1,2286	0,22169	
ROTAÇ	0,0672211	0,355305	0,1892	0,85027	
REUN	0,156475	0,0753837	2,0757	0,04013	**
RVAR	0,104891	0,0730067	1,4367	0,15349	
RNEXEC	0,133432	0,042082	3,1708	0,00195	***
CONAC	0,0466351	0,0807646	0,5774	0,56477	
ESTAD	0,173027	0,117059	1,4781	0,14209	
PADM	0,156336	0,0406788	3,8432	0,00020	***
BIG4	4,13345	2,41023	1,7150	0,08902	*
HONADM	-0,0111878	0,0194209	-0,5761	0,56568	
HONNAUD	0,00159587	0,0533467	0,0299	0,97619	
CGS	6,63266	2,80327	2,3660	0,01964	**
SECFIN	2,00883	3,88207	0,5175	0,60582	
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	15558,81		E.P. da regressão	11,58135	
R-quadrado	0,635102		R-quadrado ajustado	0,587917	
F(15, 116)	13,45978		valor P(F)	5,23e-19	
Log. da verosimilhança	-502,0922		Crítério de Akaike	1036,184	
Crítério de Schwarz	1082,309		Crítério Hannan-Quinn	1054,927	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 41,8451

com valor p = P(Qui-quadrado(27) > 41,8451) = 0,0340905



**Modelo Multivariado:
 com TODAS as variáveis independentes, SEM as variáveis de controlo
 Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	56,8505	10,5827	5,3720	<0,00001	***
MEMB	0,294466	0,247094	1,1917	0,23580	
INDEP	0,19949	0,070563	2,8271	0,00553	***
EXEC	-0,178479	0,0735048	-2,4281	0,01671	**
ROTAÇ	0,10205	0,238103	0,4286	0,66901	
REUN	0,173131	0,0487632	3,5505	0,00056	***
RVAR	0,0805361	0,0520092	1,5485	0,12423	
RNEXEC	0,130708	0,027673	4,7233	<0,00001	***
CONAC	-0,0205142	0,0648229	-0,3165	0,75222	
ESTAD	0,116424	0,0855456	1,3610	0,17616	
PADM	0,167372	0,0255231	6,5577	<0,00001	***
BIG4	5,38672	1,75666	3,0665	0,00270	***
HONADM	-0,0213974	0,0171677	-1,2464	0,21514	
HONNAUD	0,0316982	0,0369869	0,8570	0,39321	
CGS	2,82898	2,14025	1,3218	0,18884	
SECFIN	-0,771207	3,55985	-0,2166	0,82887	

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	396,4983	E.P. da regressão	1,848807
R-quadrado	0,768299	R-quadrado ajustado	0,738337
F(15, 116)	25,64295	valor P(F)	6,34e-30
Log. da verosimilhança	-259,8913	Crítério de Akaike	551,7826
Crítério de Schwarz	597,9074	Crítério Hannan-Quinn	570,5256

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	16195,66	E.P. da regressão	11,81600



**Modelo Multivariado:
com TODAS as variáveis independentes, COM as variáveis de controlo**

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	59,5188	12,3999	4,7999	<0,00001	***
MEMB	0,291352	0,37344	0,7802	0,43697	
INDEP	0,190464	0,0812568	2,3440	0,02089	**
EXEC	-0,068425	0,0693342	-0,9869	0,32588	
ROTAÇ	-0,239014	0,307692	-0,7768	0,43896	
REUN	0,0858002	0,0681743	1,2585	0,21088	
RVAR	0,06268	0,0673768	0,9303	0,35428	
RNEXEC	0,0904573	0,037565	2,4080	0,01772	**
CONAC	-0,0419024	0,0737608	-0,5681	0,57115	
ESTAD	0,155563	0,111614	1,3938	0,16622	
PADM	0,15088	0,0378872	3,9824	0,00012	***
BIG4	2,64901	2,12345	1,2475	0,21489	
HONADM	-0,022988	0,0174527	-1,3172	0,19055	
HONNAUD	0,0260338	0,0466376	0,5582	0,57784	
CGS	8,92914	2,60343	3,4298	0,00085	***
SECFIN	4,58514	4,46871	1,0261	0,30714	
ROE	0,00314401	0,00375899	0,8364	0,40476	
END	-0,114448	0,0565203	-2,0249	0,04532	**
PSI20	1,52631	3,62114	0,4215	0,67422	
DIM	-0,00529507	2,86548	-0,0018	0,99853	
MODMON	-5,70943	3,37224	-1,6931	0,09330	*
ANO09	16,0587	2,22241	7,2258	<0,00001	***
ANO08	10,655	2,20364	4,8352	<0,00001	***
Média var. dependente	71,75000		D.P. var. dependente	18,04125	
Soma resid. quadrados	10332,40		E.P. da regressão	9,736153	
R-quadrado	0,757676		R-quadrado ajustado	0,708766	
F(22, 109)	15,49139		valor P(F)	3,07e-24	
Log. da verosimilhança	-475,0756		Crítério de Akaike	996,1512	
Crítério de Schwarz	1062,456		Crítério Hannan-Quinn	1023,094	

Teste de White para a heterocedasticidade -

Hipótese nula: sem heterocedasticidade

Estatística de teste: LM = 51,1727

com valor p = P(Qui-quadrado(37) > 51,1727) = 0,0605896



**Modelo Multivariado:
 com TODAS as variáveis independentes, COM as variáveis de controlo
 Corrigido**

Heterocedasticidade-corrigida, usando as observações 1-132

Variável dependente: GC

	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	68,9592	7,81383	8,8253	<0,00001	***
MEMB	0,130438	0,218983	0,5957	0,55264	
INDEP	0,189804	0,0533725	3,5562	0,00056	***
EXEC	-0,155031	0,0519705	-2,9831	0,00352	***
ROTAÇ	-0,256259	0,170346	-1,5043	0,13538	
REUN	0,172708	0,042021	4,1100	0,00008	***
RVAR	0,111715	0,0472425	2,3647	0,01981	**
RNEXEC	0,0906914	0,02485	3,6496	0,00040	***
CONAC	-0,0646008	0,0434923	-1,4853	0,14034	
ESTAD	0,132157	0,0561041	2,3556	0,02028	**
PADM	0,150558	0,0242726	6,2028	<0,00001	***
BIG4	2,38167	1,41624	1,6817	0,09549	*
HONADM	0,0049816	0,0177967	0,2799	0,78007	
HONNAUD	0,006719	0,0264623	0,2539	0,80004	
CGS	6,07465	1,60973	3,7737	0,00026	***
SECFIN	5,32662	2,75241	1,9353	0,05555	*
ROE	0,00255273	0,0017663	1,4452	0,15126	
END	-0,0324304	0,0487634	-0,6651	0,50742	
PSI20	2,17581	1,88361	1,1551	0,25057	
DIM	-2,83911	1,55473	-1,8261	0,07057	*
MODMON	-3,8426	1,92661	-1,9945	0,04860	**
ANO09	11,6105	1,345	8,6324	<0,00001	***
ANO08	6,81957	1,39484	4,8891	<0,00001	***

Estatísticas baseadas nos dados pesados:

Soma resid. quadrados	372,1810	E.P. da regressão	1,847838
R-quadrado	0,901499	R-quadrado ajustado	0,881618
F(22, 109)	45,34507	valor P(F)	8,27e-45
Log. da verosimilhança	-255,7141	Crítério de Akaike	557,4281
Crítério de Schwarz	623,7326	Crítério Hannan-Quinn	584,3712

Estatísticas baseadas nos dados originais:

Média var. dependente	71,75000	D.P. var. dependente	18,04125
Soma resid. quadrados	11728,91	E.P. da regressão	10,37327



Apêndice II Validação dos pressupostos do modelo OLS

O modelo de regressão linear múltipla exige que se verifiquem os seus pressupostos, sendo que a sua violação condiciona os resultados e as conclusões apuradas. Torna-se assim necessário, após a estimação do modelo, proceder ao seu diagnóstico, analisando-se em separado as hipóteses da normalidade dos resíduos, da homocedasticidade dos resíduos, da autocorrelação dos resíduos e da multicolinearidade das variáveis (Maroco, 2003, citado por Lopes, 2010; Gujarati, 2004; e Pestana e Gageiro, 2003). Por outras palavras, para que um modelo de regressão seja aceite é necessário que os resíduos sejam normalmente distribuídos, que sua variância seja constante, que eles não estejam correlacionados e que as variáveis independentes não sejam correlacionadas. Neste estudo os testes de todos os pressupostos foram feitos para todas as regressões.

Os resultados dos testes de pressupostos, relativamente aos modelos base (não ajustados) são apresentados a seguir (quadro II.1).

Quadro II.1: Teste aos pressupostos do modelo OLS

Este quadro apresenta os resultados dos testes de homocedasticidade, multicolinearidade e autocorrelação dos vários modelos OLS utilizados.

Homocedasticidade: O *p-value* obtido, se inferior a 5%, indica a existência de heterocedasticidade. Caso *p* seja superior a 0,05, então não temos problemas de homocedasticidade.

Multicolinearidade: No modelo OLS simples não se coloca a questão da multicolinearidade, uma vez que apenas existe uma variável dependente e uma independente. Para as regressões múltiplas foram utilizadas as estatísticas TOL (*Tolerance*) e VIF (*Variance Inflation Factor*), sendo esta última uma medida de quanto a variância de cada coeficiente de regressão estimado aumenta devido à multicolinearidade. Para que a regressão seja aceitável é necessário que a TOL seja maior que 0,1 e que a VIF seja menor que 10.

Regras para o VIF: até 1 - sem multicolinearidade; de 1 até 10 - multicolinearidade aceitável; acima de 10 - multicolinearidade problemática.

Regras para o TOL: até 1 - sem multicolinearidade; de 1 até 0,10 - multicolinearidade aceitável; abaixo de 0,10 - multicolinearidade problemática.

Autocorrelação: A estatística *d* pode assumir valores entre 0 e 4. Caso esteja perto dos extremos temos autocorrelação dos resíduos. Uma visão mais conservadora refere que se $1 < d < 3$ não há problemas de autocorrelação. No entanto, para um maior rigor, vamos assumir o intervalo entre 1,5 e 2,5, que é mais utilizado. Para valores entre 1 e 1,5 e entre 2,5 e 3 o teste é inconclusivo.



Modelos	HOMOCEASTICIDADE		MULTICOLINEARIDADE			AUTOCORRELAÇÃO		
	Teste White $p > 0,05$		TOL > 0,1 VIF < 10			Estatística Durbin-Watson $1,5 < d < 2,5$		
	p-value	Teste	Min TOL	Max VIF	Teste	d=DW	$p [d=2(1-p)]$	Teste
Univariado								
MEMB	0,037	Heterocedástico	1,000	1,000	N/A	1,410	0,295	Inex/Inconclusivo
INDEP	0,149	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,562	0,219	Inexistente
EXEC	0,810	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,412	0,294	Inex/Inconclusivo
ROTAÇ	0,031	Heterocedástico	1,000	1,000	N/A	1,195	0,403	Inex/Inconclusivo
REUN	0,156	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,439	0,281	Inex/Inconclusivo
RVAR	0,170	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,308	0,346	Inex/Inconclusivo
RNEXEC	0,017	Heterocedástico	1,000	1,000	N/A	1,340	0,330	Inex/Inconclusivo
CONAC	0,004	Heterocedástico	1,000	1,000	N/A	1,287	0,357	Inex/Inconclusivo
ESTAD	0,365	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,228	0,386	Inex/Inconclusivo
PADM	0,181	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,212	0,394	Inex/Inconclusivo
BIG4	0,152	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,238	0,381	Inex/Inconclusivo
HONADM	0,683	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,245	0,378	Inex/Inconclusivo
HONNAUD	0,741	Inexistente	1,000	1,000	N/A	1,294	0,353	Inex/Inconclusivo
CGS	0,000	Heterocedástico	1,000	1,000	N/A	1,362	0,319	Inex/Inconclusivo
SECFIN	0,082	Inex/Heteroced	1,000	1,000	N/A	1,224	0,388	Inex/Inconclusivo
Multivariado Individual								
MEMB	0,756	Inexistente	0,271	3,691	Inexistente	1,036	0,482	Inex/Inconclusivo
INDEP	0,664	Inexistente	0,393	2,544	Inexistente	1,216	0,392	Inex/Inconclusivo
EXEC	0,232	Inexistente	0,392	2,550	Inexistente	1,078	0,461	Inex/Inconclusivo
ROTAÇ	0,783	Inexistente	0,387	2,581	Inexistente	1,046	0,477	Inex/Inconclusivo
REUN	0,721	Inexistente	0,362	2,760	Inexistente	1,069	0,466	Inex/Inconclusivo
RVAR	0,738	Inexistente	0,362	2,766	Inexistente	1,045	0,478	Inex/Inconclusivo
RNEXEC	0,774	Inexistente	0,395	2,532	Inexistente	1,074	0,463	Inex/Inconclusivo
CONAC	0,876	Inexistente	0,395	2,532	Inexistente	1,041	0,480	Inex/Inconclusivo
ESTAD	0,841	Inexistente	0,391	2,554	Inexistente	1,039	0,481	Inex/Inconclusivo
PADM	0,135	Inexistente	0,389	2,572	Inexistente	1,363	0,319	Inex/Inconclusivo
BIG4	0,705	Inexistente	0,375	2,668	Inexistente	1,055	0,473	Inex/Inconclusivo
HONADM	0,410	Inexistente	0,386	2,590	Inexistente	1,048	0,476	Inex/Inconclusivo
HONNAUD	0,620	Inexistente	0,356	2,807	Inexistente	1,056	0,472	Inex/Inconclusivo
CGS	0,988	Inexistente	0,375	2,666	Inexistente	1,069	0,466	Inex/Inconclusivo
SECFIN	0,798	Inexistente	0,200	5,000	Inexistente	1,048	0,476	Inex/Inconclusivo
Multivariado por Blocos								
Bloco A - Modelo 1	0,001	Heterocedástico	0,397	2,521	Inexistente	1,665	0,168	Inexistente
Bloco A - Modelo 2	0,528	Inexistente	0,204	4,901	Inexistente	1,244	0,378	Inex/Inconclusivo
Bloco B - Modelo 1	0,073	Inex/Heteroced	0,942	1,061	Inexistente	1,541	0,230	Inexistente
Bloco B - Modelo 2	0,468	Inexistente	0,355	2,814	Inexistente	1,101	0,450	Inex/Inconclusivo
Bloco C - Modelo 1	0,073	Inex/Heteroced	0,956	1,046	Inexistente	1,318	0,341	Inex/Inconclusivo
Bloco C - Modelo 2	0,234	Inexistente	0,354	2,824	Inexistente	1,363	0,319	Inex/Inconclusivo
Bloco D - Modelo 1	0,080	Inex/Heteroced	0,881	1,135	Inexistente	1,320	0,340	Inex/Inconclusivo
Bloco D - Modelo 2	0,182	Inexistente	0,341	2,932	Inexistente	1,073	0,464	Inex/Inconclusivo
Bloco E - Modelo 1	0,001	Heterocedástico	1,000	1,000	Inexistente	1,378	0,311	Inex/Inconclusivo
Bloco E - Modelo 2	0,972	Inexistente	0,177	5,657	Inexistente	1,071	0,465	Inex/Inconclusivo
Multivariado Conjunto								
Modelo 1	0,034	Heterocedástico	0,207	4,839	Inexistente	2,140	-0,070	Inexistente
Modelo 2	0,061	Inex/Heteroced	0,118	8,467	Inexistente	1,751	0,125	Inexistente

Fonte: Elaboração própria.



Os testes à validade dos modelos levam a concluir o seguinte:

- Normalidade: pelo Teorema do Limite Central (TLC), quando o número de observações da amostra é superior a 30, como neste estudo, a distribuição dos resíduos segue uma tendência normal (Pedrosa e Gama, 2004);
- Multicolinearidade: por análise da Tolerância (TOL) e do Factor de Inflação da Variância (VIF), nenhuma equação sofre de multicolinearidade, garantindo-se a independência das variáveis explicativas e a validade do modelo (a multicolinearidade não é aplicável para o modelo OLS simples, que neste caso correspondem às regressões univariadas);
- Auto-correlação: por recurso ao teste de Durbin-Watson (DW), evidencia-se que não existem problemas de auto-correlação dos erros. Em muitos modelos os testes não são conclusivos. No entanto, se se considerar o intervalo mais lato para o coeficiente DW, é possível retirar que os resíduos não são auto-correlacionados;
- Homocedasticidade: os resultados obtidos demonstram que, após a aplicação do procedimento de White, não há problemas de heterocedasticidade na maioria dos modelos apresentados. Para os oito modelos em que não se verificou homocedasticidade, efectuaram-se as regressões corrigidas da heterocedasticidade dos resíduos, levando a novos resultados para cada uma dessas regressões. Por uma questão de maior rigor nos resultados, igual tratamento foi adoptado para os modelos em que o *p-value* apurado se encontrava abaixo dos dez por cento.

Deste modo, foram efectuados ajustamentos a um total de treze modelos. Os resultados apresentados no corpo do trabalho já espelham essa correcção/ajustamento.

No **Apêndice I** foram apresentados os resultados completos tanto dos modelos originais, como dos modelos ajustados.