



MESTRADO EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO

GOVERNO DAS SOCIEDADES E CRIAÇÃO DE VALOR

- GRUPO LENA -

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, realizado sob a orientação da Professora Doutora Natália Canadas.

Marisa Teresa Duarte Henriques

Coimbra, Dezembro de 2007

“O primeiro objectivo da gestão da empresa deve ser, o da criação de riqueza, assim como promover a sua distribuição de modo equitativo e transparente entre a totalidade dos seus accionistas. Porém deve também exigir-se que as equipas de gestão actuem de forma ambientalmente e socialmente responsável, contribuindo para que o desenvolvimento seja equilibrado e sustentável” (Silva et al., 2006: 19)

RESUMO

Estudos recentes mostram que existe uma relação positiva entre o cumprimento de regras específicas de Governo das Sociedades e o valor das empresas. A aplicação dos mecanismos e regras de Governo das Sociedades tem como objectivo principal a redução de problemas de agência gerados dentro das organizações. Esses problemas diferem de empresas de grande dimensão, e com uma complexa estrutura organizativa, para empresas de pequena e média dimensão, assim como, de empresas de cariz familiar para empresas de cariz não familiar. O Governo das Sociedades tem vindo a desempenhar um papel importante, em parte, como resposta aos escândalos financeiros e às suas consequências nefastas. Tendo como base um inquérito efectuado a 57 empresas (por quotas e anónimas) do grupo empresarial “Grupo Lena” e as suas demonstrações financeira e relatórios de gestão, neste trabalho, pretendemos medir o grau de cumprimentos das recomendações da CMVM e da OCDE, assim como estudar o seu impacto e o de diversos mecanismos de controlo interno no desempenho e consequentemente no valor das empresas, enfatizando as dimensões do problema em empresas de pequena e média dimensão e de cariz familiar.

A análise empreendida, com recurso à análise da associação entre variáveis e à regressão linear, permitiu-nos concluir que existe uma relação positiva e significativa entre o grau de cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE e o desempenho das empresas da amostra, apesar da qualidade do ajustamento ser relativamente baixa. Encontrou-se, assim, suporte para a hipótese de que um bom Governo das Sociedades tende a contribuir mesmo em empresas de pequena e média dimensão para a melhoria do seu desempenho e conseqüente aumento do seu valor. Por outro lado, foi possível apurar que mecanismos como o número de membros no órgão de administração (NMCA), o número de membros profissionalizados que integram o órgão de administração (PG) e a percentagem de prémios de desempenho com base nos resultados da empresa (PDCBR), se encontram relacionados de forma positiva com o desempenho da empresa.

Palavras-Chave: Governo das Sociedades; Valor da Empresa; Desempenho; Mecanismos de Governo das Sociedades; Recomendações da CMVM e Princípios da OCDE.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais e irmão, que independentemente do que faça, me apoiam sempre incondicionalmente. Pelo seu constante incentivo, apoio moral e ajuda nas fases mais desanimadoras deste trabalho.

Aos meus avós, pelo carinho e pela força transmitida.

À minha orientadora Professora Doutora Natália Canadas, pela disponibilidade, ensinamentos e valorosa orientação, transmitida com sabedoria, dedicação e incentivo.

Aos colegas e chefes de trabalho, destacando deste último grupo o Dr. Paulo Reis, o Dr. Joaquim Paulo e o Dr. Paulo Fernandes, pelo apoio, incentivo e grande colaboração.

Ao Grupo Lena, especialmente à Direcção Financeira da Lena SGPS, e às Direcções Financeiras de todas as empresas envolvidas no trabalho, pela sua tão importante e valiosa colaboração.

Aos colegas de escola, pelo seu apoio e colaboração.

A todos os que directa ou indirectamente colaboraram no desenvolvimento deste trabalho.

Por fim, ao Filipe, por tudo!

ÍNDICE GERAL

1	Introdução.....	9
2	Revisão de Literatura	13
2.1	Governo das Sociedades	13
2.2	A Teoria da Agência e dos Custos de Transacção.....	22
2.2.1	A Teoria da Agência.....	22
2.2.2	A Teoria dos Custos de Transacção.....	28
2.3	Outros Mecanismos de Controlo do Governo das Sociedades	31
2.3.1	Mecanismos Externos.....	32
2.3.2	Mecanismos Internos.....	33
2.3.3	Resumo.....	57
2.4	Regulamentação do Governo das Sociedades	59
3	Metodologia de Investigação.....	65
3.1	Questão de Investigação e Objectivos	65
3.2	A População do Estudo e a Amostra.....	66
3.3	A Recolha de Informação - Questionário.....	69
3.4	As Variáveis e os Dados.....	70
3.4.1	Variáveis Independentes.....	71
3.4.2	Variáveis Dependentes	76
3.4.3	Variáveis de Controlo.....	77
3.4.4	Variáveis Caracterizadoras das Empresas da Amostra.....	78
3.5	O Tratamento dos Dados e as Hipóteses em Estudo.....	79
4	Resultados do Estudo Empírico	86
4.1	Caracterização Estatística da Amostra.....	86
4.2	Caracterização Estatística das Variáveis.....	87
4.3	Análise da Associação entre Variáveis.....	92
4.4	O Teste das Hipóteses	103
4.4.1	Pressuposto A.....	104
4.4.2	Pressuposto B.....	105
4.4.3	Análises Complementares à Regressão Linear	116
4.4.4	Resumo.....	120
5	Conclusões.....	123
6	Referências Bibliográficas	126
7	Apêndice.....	134
7.1	Apêndice I – Organograma do Grupo Lena.....	135
7.2	Apêndice II - Teste do Qui-Quadrado e Teste Exacto de Fisher	137
7.2.1	Volume de Negócios	138
7.2.2	Conselho Estratégico	142
7.3	Apêndice III – Regressão Linear Simples.....	146

7.3.1	Pressuposto A.....	147
7.3.2	Pressuposto B.....	148
7.3.3	Pressuposto C.....	152
7.4	Apêndice IV - Breves Notas para Preenchimento do Questionário.....	153
7.5	Apêndice V – Questionário para Sociedades Anónimas.....	159
7.6	Apêndice VI – Questionário para Sociedades por Quotas.....	169

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1- Governo das Sociedades e Fracasso ou Sucesso das Empresas.....	21
Quadro 2 – Mecanismos de Controlo de Governo das Sociedades.....	32
Quadro 3 – Meios de Exercer Influência.....	53
Quadro 4 – Governo das Sociedades e o Código das Sociedades Comerciais (CSC).....	61
Quadro 5 – Governo das Sociedades e o Código de Valores Mobiliários (CVM).....	62
Quadro 6 – Recomendações da CMVM em Matéria de Governo das Sociedades.....	63
Quadro 7 – Recomendações da CMVM e da OCDE.....	64
Quadro 8- N.º de Empresas que Responderam ao Questionário.....	69
Quadro 9 – Sub-índices Representativos de Algumas Áreas do Governo das Sociedades.....	72
Quadro 10 – Mecanismos Internos-Constituição e Organização do Órgão de Administração da Sociedade.....	73
Quadro 11 - Variáveis Independentes.....	76
Quadro 12 – Indicadores de Desempenho.....	77
Quadro 13 – Variáveis Caracterizadoras da Amostra.....	78
Quadro 14 – Caracterização das Variáveis Independentes.....	84
Quadro 15 - Medidas de Tendência Central e de Dispersão.....	87
Quadro 16 – Teste de Normalidade para Aplicação da Correlação R de Pearson.....	92
Quadro 17 – Coeficiente de Correlação R de Pearson.....	93
Quadro 18 – Correlação R de Person entre CDMOA e ICG's Parciais.....	94
Quadro 19 – Correlação R de Pearson entre ENDIV e ICG's Parciais.....	95
Quadro 20 – Correlação R de Pearson entre NMCA e ICG's Parciais.....	95
Quadro 21 – Correlação R de Pearson entre PDCBR e ICG's Parciais.....	96
Quadro 22 - Teste de Normalidade da Variável VAB.....	97
Quadro 23 – Correlação Parcial de Pearson.....	97
Quadro 24- Transformação das Variáveis Quantitativas em Variáveis Nominais Qualitativas.....	98
Quadro 25- Regressão Linear Simples entre ICG e ROE.....	104
Quadro 26 – Regressão Linear Simples entre NMCA e ROAEBITDA.....	105
Quadro 27 - Regressão Linear Simples entre PG e ROE e ROAEBITDA.....	109

Quadro 28 - Regressão Linear Simples entre PDCBR e as Variáveis Dependentes VAT e ROAEBITDA	110
Quadro 29 - Resultados do Teste 7 Relativo ao Pressuposto B (ENDIV)	111
Quadro 30 - - Resultados da Regressão Linear Múltipla relativa à variável dependente ROE	113
Quadro 31 - Regressão Linear Múltipla Em >Busca do “Melhor Modelo” (hipótese 2 do Pressuposto C)	114
Quadro 32 - Resultados da Regressão Linear Múltipla entre o ICG geral e os ICG Parciais.....	117
Quadro 33 – Regressão Linear Múltipla entre ICG Parciais e ROE	119
Quadro 34 – Regressão Linear Simples entre ICG e ROE por Conselho Estratégico	119
Quadro 35- Regressão Linear Simples entre ICG e Variáveis Dependentes	147
Quadro 36 - Regressão Linear Simples entre NMCA e Variáveis Dependentes	148
Quadro 37- Regressão Linear Simples entre NMCAFE e Variáveis Dependentes	148
Quadro 38- Regressão Linear Simples entre CDOA e Variáveis Dependentes	149
Quadro 39 - Regressão Linear Simples entre CDMOA e Variáveis Dependentes	149
Quadro 40- Regressão Linear Simples entre PG e Variáveis Dependentes	150
Quadro 41 - Regressão Linear Simples entre PDCBR e Variáveis Dependentes	150
Quadro 42- Regressão Linear Simples entre ENDIV e Variáveis Dependentes	151
Quadro 43 - Resultados da Regressão Linear Múltipla (hipótese 1 do Pressuposto C).....	152

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 4 - N.º de empresas da amostra por Conselhos Estratégicos.	86
Figura 5 - Volume de negócio das empresas da amostra por Conselho Estratégico.	87
Figura 6 - Média e mediana dos sub-índices do ICG global	89
Figura 7- ICG por empresa.	89
Figura 8 – Recta do Modelo Estimado entre ICG e ROE	147

SIGLAS

- CDMOA - % de Capitais detida por Membros do Órgão de Administração;
- CDOA - % de Capital detida por Outros Accionistas (minoritários);
- CE – Conselho Estratégico;
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;
- CSC – Código das Sociedades Comerciais;
- CVM - Código de Valores Mobiliários;
- ENDIV - Grau de Endividamento (Efeito de Alavanca);
- ICG – Índice de Governo das Sociedades, que corresponde à % de Cumprimento dos Princípios de Governo das Sociedades (Questionário) - Análise Global;
- ICGAOG - Sub-índice de Governo das Sociedades relativo ao Órgão de Administração / Gerência;
- ICGDTI - Sub-índice de Governo das Sociedades relativo à Divulgação e Transparência de Informação;
- ICGDVRA – Sub-índice de Governo das Sociedades relativo ao Direito de Voto e Representação dos Accionistas;
- ICGGECS – ICG (Gestão da Empresa e Governo das Sociedades);
- ICGOF - Sub-índice de Governo das Sociedades relativo ao Órgão de Fiscalização;
- ICGRS - Sub-índice de Governo das Sociedades relativo às Regras Societárias;
- IFAC - International Federation of Accountants;
- NMCA - N.º de Membros do Conselho de Administração da Empresa;
- NMCAFE - N.º de Membros do Conselho de Administração com funções executivas;
- OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico;
- PDCBR - % de Prémios de Desempenho com base nos resultados;
- PG - Profissionalização da Gestão (n.º de membros com habilitações académicas mínimas de bacharelato);
- ROA - Rendibilidade do Activo;
- ROAEBITDA - Rendibilidade do Activo utilizando o EBITDA;
- ROE - Rendibilidade dos Capitais Próprios;
- VAT - Vendas sobre o Activo Total;
- VN - Volume de Negócios.

1 INTRODUÇÃO

No presente estudo debruçamo-nos sobre a relação entre o Governo das Sociedades e o valor da empresa, ou a criação de valor por parte da empresa, tomando esta como uma *proxy* da performance.

A literatura refere essencialmente duas razões pelas quais um bom Governo das Sociedades aumenta o valor da empresa e conseqüentemente a sua performance.

- a) Primeiro, aumenta a confiança do investidor. Os investidores consideram as empresas “bem governadas” como menos arriscadas e exigem uma taxa de retorno do investimento mais baixa.

“A informação de qualidade, a transparência e as boas práticas de Governo das Sociedades reforçam a confiança dos investidores, o que diminui o prémio de risco exigido por estes, tendendo estes factores a traduzir-se, teoricamente, em valorizações.”

(António Seladas, director de research do Millenium BCP)

- b) Em segundo lugar, como demonstrado por Jensen e Meckling (1976), as empresas “mais bem governadas” efectuam operações mais eficientes, resultando daí em consequência um *cash-flow* esperado futuro, mais elevado.

Ao contrário da maioria dos estudos efectuados nesta área, que se debruçam sobre empresas cotadas em bolsa, e pelo facto de as empresas de pequena e média dimensão representarem o motor da economia nacional, o presente trabalho assenta em dados de empresas nacionais não cotadas, *(mais concretamente um grupo de empresas de pequena e média dimensão – Grupo Lena)*, tendo como objectivo analisar o grau de cumprimento das Recomendações da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) e da OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico) num grupo empresarial, e estudar o seu contributo para a criação de valor e melhoria do desempenho.

Segundo a própria CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), apesar das referidas recomendações terem sido elaboradas com a finalidade de aplicação a empresas cotadas, qualquer empresa nacional poderá e deverá aplicá-las, atendendo à respectiva estrutura organizativa. A sua aplicação tem como objectivo principal a redução de problemas de agência gerados dentro das organizações. Problemas esses que

diferem de empresas de grande dimensão e com uma complexa estrutura organizativa para empresas de pequena e média dimensão, assim como, de empresas de cariz familiar para empresas de cariz não familiar. De facto, ao falarmos de empresas de grande dimensão e cotadas em bolsa, poderemos mencionar uma clara separação entre a propriedade e a gestão da empresa. Já nas empresas de mais reduzida dimensão e de cariz familiar, encontramos uma outra realidade, sobressaindo outros problemas de agência como: problemas entre accionistas maioritários e minoritários, conflitos entre accionistas familiares e não familiares, divergência de interesses entre os gestores e os proprietários, etc. No entanto, nas empresas não cotadas em bolsa, e que apresentam uma estrutura organizativa complexa devido à sua dimensão, a problemática do Governo das Sociedades coloca-se em termos semelhantes ao das empresas cotadas, nomeadamente, quanto à divergência de interesses entre accionistas e gestores/administradores.

Do exposto resulta a necessidade de mecanismos de controlo no seio das empresas, pois sem eles as empresas simplesmente não funcionam. A adopção por parte das empresas das melhores práticas de Governo das Sociedades permite aumentar o valor da empresa, facilitar o acesso ao capital e contribuir para a sua sustentabilidade no longo prazo. A regulação e a supervisão da empresa por entidades externas (por exemplo, auditores), não garante por si só, que a empresa seja sistematicamente gerida no interesse de todos e de forma equitativa. É necessário adoptar práticas de governação, que incluam instrumentos de fiscalização e controlo, que promovam a confiança na empresa por todos os seus *stakeholders*.

É objectivo do presente estudo analisar igualmente o impacto e a relação entre vários mecanismos de controlo de Governo das Sociedades e o desempenho das empresas.

Como defendido por diversos autores, existem diversos mecanismos (internos e externos) para além dos que se encontram no quadro normativo, que minimizam a problemática dos custos de agência levando conseqüentemente a uma melhoria do desempenho/valor das empresas. Alguns desses mecanismos de controlo, que estudaremos no presente trabalho, são nomeadamente:

- a) Presença de grandes accionistas maioritários
- b) Constituição /organização do órgão de administração/gerência da sociedade, nomeadamente, a sua dimensão e a presença de membros independentes no órgão de administração.
- c) Profissionalização da gestão
- d) Detenção de acções da empresa por membros órgãos de administração
- e) Prémios de desempenho
- f) Efeito de alavanca
- g) Política de distribuição de dividendos
- h) A existência de parcerias entre empresas

Assim, pelo crescimento de problemas de agência nas organizações, seja pela crescente dispersão de capitais nas organizações, pela incompatibilização de interesses entre accionistas e gestores, pelos crescente níveis de eficiência exigidos às organizações ou, pela crescente necessidade de informação exigida pelos *stakeholders*, neste trabalho procuraremos estudar o grau de adopção das recomendações da CMVM e dos princípios da OCDE, assim como de alguns mecanismos de controlo interno em matéria de Governo das Sociedades em empresas de pequena e média dimensão, mais concretamente no grupo empresarial da zona centro do país – Grupo Lena, relativamente aos anos de 2005 e 2006. Procuraremos igualmente analisar a relação entre o grau de adopção de mecanismos de Governo das Sociedades e o desempenho/criação de valor nas empresas do grupo em análise. O estudo abrangeu 57 empresas inseridas no grupo empresarial português da zona centro – Grupo Lena - das quais 42 empresas são sociedades anónimas e 12 são sociedades por quotas.

Este trabalho encontra-se dividido em 5 pontos, como segue:

Após esta breve introdução (ponto 1), no ponto 2 efectuamos a revisão bibliográfica, centrando-nos nas variáveis consideradas mais importantes a nível de Governo das Sociedades. Efectuamos uma abordagem aos problemas de agência e uma abordagem teórica a alguns mecanismos de controlo interno, como instrumentos de Governo das Sociedades.

No ponto 3 apresentamos a metodologia de investigação, e explicamos a formulação das várias variáveis a utilizar no trabalho, assim como, a formulação das várias hipóteses.

No ponto 4, tendo por base os dados recolhidos através do questionário elaborado e das Demonstrações Financeiras, efectuamos uma análise estatística das variáveis, uma análise da associação entre variáveis e uma análise de regressão. Apresentamos e discutimos os diversos resultados.

Por fim, no ponto 5, apresentamos uma breve conclusão do trabalho desenvolvido e algumas pistas para novos trabalhos que poderiam servir como complemento ao presente trabalho.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste ponto procedemos à revisão da literatura. No ponto 2.1 apresentamos o conceito, os aspectos delimitadores do Governo das Sociedades e a importância da temática. No ponto 2.2 aprofundamos a análise do problema centrando-nos nos contributos da Teoria da Agência e da Teoria dos Custos de Transacção. Debruçamo-nos de seguida sobre outros mecanismos de controlo e por fim sobre a regulamentação do Governo das Sociedades em Portugal.

2.1 GOVERNO DAS SOCIEDADES

O Governo das Sociedades é um tema que tem vindo a receber crescente atenção nos últimos anos. A necessidade da aplicação de boas práticas de Governo das Sociedades tem vindo a contribuir para a criação de políticas governativas para as empresas, visando a optimização da sua performance, assim como, a estabilidade dos mercados financeiros e o crescimento da economia.

Podemos afirmar que o Governo das Sociedades trata do “controlo” das sociedades e por isso é tão relevante e vital para as empresas independentemente da sua dimensão ou da sua estrutura.

Como mencionado por Williamson (1975), no mercado existem diferentes formas de organização de uma empresa. Os atributos, principais e mais comuns, que definem as diferentes formas de organização das empresas, despoletando diferentes capacidades de adaptação (tanto ao nível da autonomia como da cooperação), são:

- Intensidade dos incentivos;
- Controlo administrativo;
- As regras legais a que cada empresa se encontra sujeita.

Segundo o autor, os diferentes modelos de governação são sintomas destes atributos, o que por sua vez significa que cada um tem as suas próprias forças e fraquezas. Qualquer que seja o sistema de governação, este deve permitir que a administração e o quadro de gestores tenham liberdade para levar a empresa a alcançar os seus objectivos,

“maximizando” o lucro. No entanto, essa liberdade deverá ser concedida dentro de um quadro de responsabilização eficaz.

Não é possível encontrar uma só definição de Governo das Sociedades, uma vez que este, potencialmente, abarca um vasto número de fenómenos económicos distintos.

"O governo das sociedades é o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura do governo das sociedades especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes na empresa - o conselho de administração, os gestores, os accionistas e outros intervenientes - e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objectivos e a forma de atingi-los e de monitorizar o seu desempenho" (OCDE, 1999).

"O governo das sociedades pode ser definido, de uma forma restrita, como a relação da empresa com os seus accionistas ou, de uma forma mais alargada, com a sociedade em geral..." (extracto de um artigo publicado no Financial Times (1997).

O governo das sociedades lida com as formas através das quais os fornecedores de capital asseguram o retorno do seu investimento, sendo por isso de extrema importância (Shleifer e Vishny, 1997).

Um bom Governo das Sociedades é a fundação base para uma organização saudável. Define como a organização se deve comportar e como actuar tanto internamente como no mercado. Estabelece as relações entre o quadro de gestores e o resto da organização (in www.pwc.com).

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

Contudo, apesar das inúmeras definições que poderemos encontrar sobre Governo das Sociedades, todas elas têm um ponto comum. Todas elas referem a existência de conflitos entre entidades internas e externas à empresa, com ênfase nos que surgem da separação entre propriedade e controlo.

Mencionando Shleifer e Vishny (1997), o Governo das Sociedades tenta dar respostas a questões como as seguintes:

- ✓ Como garantir que os administradores distribuem alguns dos lucros da empresa aos seus accionistas?
- ✓ Como garantir que os administradores não “roubam” o capital investido pelos accionistas ou o investem em “maus” projectos de investimento?
- ✓ Como é que os accionistas controlam os administradores das empresas?

Os princípios básicos de um bom e eficaz governo das sociedades, podem então ser sintetizados através da Figura 1, como segue:

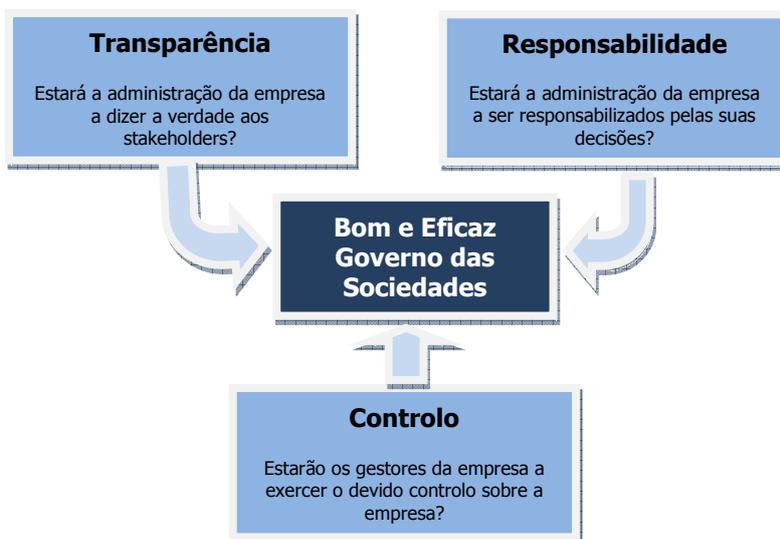


Figura 1 - Princípios básicos de um bom governo das sociedades

Para um bom governo das sociedades é necessário que a informação disponibilizada aos seus accionistas seja transparente, fiável e real. É necessário que a administração seja responsabilizada pelos seus actos e decisões, garantindo que as decisões não são tomadas “levianamente”, e que a gestão da empresa exerça o devido controlo sobre toda a actividade da empresa.

Para um bom governo das sociedades devem ser tidos em conta ainda aspectos como:

- “O desempenho da empresa, assim como, a contribuição do órgão de administração para o sucesso da empresa dentro dos seus objectivos e da sua estratégia de sucesso;
- A relação dos restantes membros do órgão de administração com o presidente;
- A nomeação e desempenho do presidente do órgão de administração;
- A conduta, acções e desempenho dos membros do órgão de administração;
- A estratégia da empresa, assim como, o controlo do desempenho para que as metas, objectivos e planos de acção sejam atingidos;
- Fluxos de comunicação, reporte e informação entre os órgãos de administração da empresa;
- Comunicação, protegendo os direitos e interesses dos accionistas e outros interessados na empresa;
- Informação fidedigna, tanto interna como externa à empresa.”

(in www.pwc.com)

Segundo Hart (1995), a questão do governo das sociedades surge numa organização sempre que:

1. Existem problemas de agência, ou conflitos de interesses envolvendo membros da organização - estes poderão ser os proprietários, os gestores, trabalhadores ou clientes.
2. Os custos de transacção são tantos que este problema de agência não possa ser resolvido sem um contrato.

Um problema típico de agência surge quando um proprietário de uma organização contrata um gestor para gerir a sua empresa por ele. Neste caso, o desempenho da empresa depende do esforço do gestor e a compensação do gestor depende do desempenho da empresa.

A maioria da literatura sobre o agente e o principal tem-se centrado em determinar o equilíbrio óptimo entre estas duas variáveis – compensação do gestor e desempenho da empresa. Numa versão multi-período do modelo do agente-principal, no contrato inicial efectuado entre o agente e o principal, deverá ser especificada não só a forma de atribuição de incentivos no primeiro período, mas também a sua forma de determinação no segundo período. Esta última, deverá ser uma função do que aconteceu no primeiro período, e no terceiro período deverá ser uma função do ocorrido no primeiro e no segundo período, e assim sucessivamente.

Se os contratos entre o agente e o principal fossem compreensíveis e completos, seria difícil encontrar um papel para a estrutura do governo das sociedades. A estrutura de governo das sociedades interessa quando determinadas acções têm de ser decididas no futuro e não foram especificadas no contrato inicial: A estrutura de governo das sociedades fornece uma forma de decidir essas acções.

No entanto, devido aos custos e à racionalidade limitada, as partes nunca poderão efectuar um contrato que preveja todas as acções e decisões que possam vir a ocorrer no futuro. Por esse motivo, os contratos que elaboram são sempre incompletos. O governo das sociedades poderá ser encarado como um mecanismo a usar nas tomadas de decisões que não tenham sido especificadas nesse contrato inicial efectuado entre as partes. Mais precisamente, o governo das sociedades afecta os direitos residuais de controlo sobre os activos não humanos da empresa.

Existem várias estruturas de governo, nomeadamente:

- ✓ Um indivíduo que detém a empresa A e sendo o único proprietário/accionista, tem o poder de tomar todas as decisões sobre todos os bens da empresa (venda, compra, se deverão ser usados, etc.);
- ✓ Dois indivíduos detêm a empresa A. Neste caso ambos têm de estar de acordo nas decisões sobre a empresa A para que estas possam ser implementadas.
- ✓ Três indivíduos que detêm a empresa A. Se cada um detiver partes iguais sobre o capital da empresa, então as decisões sobre a empresa terão de ser tomadas pela maioria dos votos.

Estas estruturas de governo são aplicáveis tanto em empresas de reduzida dimensão como em empresas de grande dimensão. Podendo então afirmar-se que a problemática de Governo das Sociedades, se coloca não só em grandes empresas cotadas em bolsa, apesar de ser nestas que a problemática ganha mais relevo, mas também em empresas de reduzida dimensão.

Quando falamos de empresas não cotadas, o problema da separação entre a propriedade de a controlo não é tão premente, uma vez que os proprietários na maioria dos casos ou são os gerentes/administradores ou integram o órgão de administração das empresas. No entanto, neste tipo de empresas as questões centrais sobre governo das sociedades, que incidem nos problemas de agência, estão igualmente presentes. Estas integram, essencialmente, quatro grandes dimensões:

- a. O proprietário e o gestor/administrador;
- b. Os accionistas maioritários e os minoritários;
- c. Os accionistas e os credores da empresa (incluindo os trabalhadores, os clientes, os fornecedores, e o Estado);
- d. Os accionistas familiares e accionistas não familiares.

Quando falamos em empresas de grande dimensão e cotadas em bolsa, estamos a assumir a existência de uma clara separação entre a propriedade e a gestão da empresa, pois neste tipo de sociedades o capital encontra-se disperso por centenas ou milhares de accionistas, existindo um órgão de administração a quem compete tomar as decisões, sendo em alguns casos tal responsabilidade cometida a apenas um dos seus membros – administrador executivo - que por sua vez pode ser auxiliado por gestores.

Ao falarmos de empresas não cotadas, deparamo-nos com outra realidade. Neste tipo de empresas, os accionistas têm um “rosto” e por norma integram o órgão de administração

da empresa, que na sua maioria é constituído por pessoas da sua confiança. Aqui, os accionistas têm um poder efectivo, donde a “expropriação” dos accionistas pelos gestores não é aqui, pelo menos em aparência, um problema tão relevante como nas empresas cotadas em bolsa.

No entanto, a concentração de propriedade tem os seus problemas de agência e os conflitos de interesses podem também ser expressivos, nomeadamente, no âmbito da relação dos accionistas maioritários com os accionistas minoritários. De facto, nos casos em que o accionista maioritário está, directa ou indirectamente envolvido na gestão da empresa, encontramos uma maior probabilidade da existência de assimetrias de informação. Nestes casos, é comum os accionistas maioritários usarem a informação privilegiada de que dispõem em proveito próprio e em prejuízo dos interesses da empresa no seu todo e dos accionistas minoritários, em particular. De facto, muitos estudos mostram esta realidade: na maioria das empresas onde existe um controlo maioritário, muitos benefícios privados são extraídos do controlo, não sendo partilhados pelos accionistas minoritários.

Outro factor gerador de problemas de agência característicos deste tipo de empresas (empresas não cotadas) referido pela maioria dos autores, radica na tendência para os interesses dos proprietários divergirem dos interesses dos gestores, em virtude de em determinadas situações, os últimos privilegiarem os seus próprios interesses em detrimento da criação de valor para a empresa. Isto ocorre apesar de existir evidência de que a contratação de gestores qualificados e experientes para cargos de gestão das empresas tem um impacto positivo na criação de valor para a empresa. Estas divergências de interesses centram-se em matérias, tais como: remuneração, divergência em matéria de estratégias, prémios de desempenho, vida ilimitada das empresas *versus* visão a curto ou médio prazo dos gestores, etc. (Jensen and Meckling, 1976)

Podemos encontrar igualmente dentro das empresas, essencialmente familiares, conflitos entre accionistas familiares e accionistas não-familiares, que assentam essencialmente no facto de que, ao contrário dos investidores não-familiares, os accionistas familiares têm normalmente uma maior aversão em usar financiamento via mercado de capitais. Isto pelo facto de não terem conhecimentos sobre o processo, terem receio de perderem o controlo do seu negócio, entre outros motivos (Weaver, 1956, Mishra e McConaughty, 1999).

Por sua vez, quando falamos de empresas que apesar de não se encontrarem cotadas em bolsa, apresentam uma estrutura organizativa mais complexa, onde o(s) accionista(s) não têm uma participação activa na gestão, a problemática da divergência de interesses entre accionistas e gestores/administradores coloca-se de forma idêntica à das empresas cotadas em bolsa.

Estes elementos de potencial divergência de interesses, e que originam os chamados custos de agência, induzem prejuízos não só para os próprios accionistas, mas igualmente para a economia no seu todo.

“Importa notar que os accionistas/prorietários não são os únicos interessados na vida da empresa. Os trabalhadores, os credores, os fornecedores, os clientes, o Estado e a comunidade local são igualmente parte interessada no futuro da empresa. Da viabilidade e solidez das empresas depende a manutenção dos postos de trabalho. Da sua saúde financeira depende a capacidade de pagamento de juros e de reembolso dos credores. Os fornecedores e os clientes da empresa também têm óbvios interesses na solvabilidade e na continuidade da empresa. O Estado é parte interessada por múltiplas razões: da existência e continuidade da empresa resulta actividade económica, emprego, receita fiscal, impacto ambiental e social.” (Silva *et al.*, 2006, 18)

Mencionando os Princípios da (OCDE, 2004, pág. 12):

“Se bem que exista uma multiplicidade de factores que afectam o governo e o processo de decisão das empresas e que são importantes para o seu sucesso a longo prazo, os Princípios incidem sobre problemas de governo que resultam da separação entre a propriedade e o controlo. Contudo, não se trata simplesmente de uma questão de relação entre accionistas e gestores, embora tal constitua, de facto, a componente central. Em algumas jurisdições, os problemas relativos ao governo das sociedades têm também origem no poder exercido por determinados accionistas dominantes sobre os accionistas minoritários. Noutros países, os trabalhadores possuem importantes direitos à face da lei, independentemente da sua participação no capital da sociedade”.

O governo das sociedades é de facto um assunto muito importante numa empresa. No entanto, é necessário lembrar que o governo das sociedades por si só não consegue tornar uma empresa bem sucedida no mercado. É necessário que as empresas conjuguem o bom governo das sociedades com a criação sustentável de valor. Por outras palavras: O governo das sociedades é necessário, mas não suficiente para originar o sucesso de uma empresa. Um mau governo das sociedades pode levar uma empresa à ruína, no entanto este não é por si só um factor que possa garantir o seu sucesso. É necessário que existam na empresa “processos” de performance que em conjunto com

as práticas de governo das sociedades, origem o sucesso e a consequente criação de valor para a empresa. Alguns desses processos resultam de:

- ✓ Planeamento estratégico;
- ✓ Tomadas de decisões estratégicas;
- ✓ Gestão do risco;
- ✓ Constante inovação.

No estudo do IFAC (2004) solicitou-se a 27 de vários países que explorassem o conceito emergente de governo das sociedades, dando enfoque ao porquê de por vezes o governo das sociedades falhar em determinadas empresas e o que será necessário para minimizar essas ocorrências. As conclusões do referido estudo centram-se em quatro pontos essenciais que ditam o sucesso ou o fracasso das empresas, conforme o Quadro 1 que se segue:

Quadro 1- Governo das Sociedades e Fracasso ou Sucesso das Empresas

Item	Exemplos de práticas detectadas
Ética, cultura e harmonização de valores no topo da empresa	<p>Em alguns casos, a performance da empresa gerava um clima entre os funcionários que fomentava a geração de proveitos para a empresa descurando os <i>standards</i> da empresa ao nível de ética e objectivos estratégicos.</p> <p>No caso da ENRON, os seus valores eram: Respeito, Intergidade, Comunicação e Excelência. Contudo os seus empregados depressa perceberam que a única medida real de desempenho eram os lucros.</p> <p>Já no caso da WorlCom, os empregados tinham conhecimento das operações fraudulentas existentes na empresa, mas tinham medo de as reportar. Os "auditores" de nível intermédio que questionavam as políticas praticadas pela empresa, eram persuadidos com promoções e aumentos salariais para que assim fosse possível continuar com as práticas fraudulentas.</p>
As funções e remunerações dos administradores executivos	<p>Existiram inúmeros exemplos de administradores executivos que eram dominantes, carismáticos, e que eram capazes de exercer grande influência sobre outros administradores seniores e restantes órgãos de administração e gestão.</p> <p>Um caso concreto, aconteceu com "Williams" que era um administrador executivo, a quem ninguém desafiava em termos de autoridade ou influência. Era conhecido por depreciar quem questionava as suas decisões e cimentar as relações com aqueles que demonstravam a sua lealdade em função de benefícios e prémios através da valorização das acções da empresa. Mesmo após as suas práticas de gestão terem falhado na segunda metade dos anos 90, ele continuou intocável. Nenhum outro administrador era capaz de o questionar e de ocupar o seu lugar.</p>
Quadro de gestores da empresa	<p>A fraqueza do órgão de administração vai para além do simples "desafiar" das decisões do presidente do órgão de administração, podendo ser estendido também ao fracasso de abordagens pouco independentes às propostas apresentadas pela gestão da empresa.</p> <p>Os órgãos de administração da empresa por vezes tinham tal respeito pelos gestores, que as suas recomendações eram assumidas sem discussão. O respeito era tal que as propostas eram assumidas como tendo sido previamente e cuidadosamente analisadas e por isso estariam correctas. Desta forma a independência do órgão de administração da empresa era colocada em causa, uma vez que as propostas não eram debatidas e analisadas com a profundidade que mereciam.</p>
Mecanismos de controlo internos	<p>No caso da ENRON, a ênfase dada ao crescimento dos proveitos e há iniciativa individual levaram a que fosse dada demasiada relevância a gestores inexperientes e fossem descurados os mecanismos necessários de controlo por forma a minimizar fracassos.</p> <p>Um outro factor crucial, é o papel do auditor, devendo este tomar uma posição independente das decisões da empresa. No entanto, no caso da empresa Ahold, foi possível verificar que o auditor e o presidente do órgão de administração eram vistos como os "arquitectos" de todo o processo de desenvolvimento e crescimento da empresa. Neste caso é difícil perceber como é que o auditor poderia ter uma abordagem independente que reforçasse o controlo interno da empresa ao ser um dos impulsionadores da expansão da empresa.</p>

No estudo desenvolvido pela IFAC (*International Federation of Accountants*), foi possível constatar ainda que estes quatro factores considerados essenciais para um bom Governo das Sociedades, se encontravam directamente relacionados entre si e que não poderiam ser analisados separadamente.

2.2 A TEORIA DA AGÊNCIA E DOS CUSTOS DE TRANSACÇÃO

Neste ponto pretendemos abordar a Teoria da Agência, assim como a Teoria dos Custos de Transacção, tomando como base alguns autores considerados relevantes nestas matérias.

2.2.1 A TEORIA DA AGÊNCIA

Até aos anos 70, as antigas teorias económicas viam a origem da problemática do governo das sociedades apenas na separação da propriedade e do controlo da empresa. Assim, os custos de agência eram originados essencialmente pelas divergências existentes entre os accionistas e os gestores da empresa (Kwon, 2005).

A partir dos anos 70, surgiram novas teorias económicas que apontavam a “teoria da agência” como uma teoria explicativa da problemática do governo das sociedades. O início desta nova fase foi demarcado pela publicação de alguns *papers*, nomeadamente, o de Jensen & Meckling’s (1976) “Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structures”, que introduziram a ideia da empresa como um conjunto de contratos entre os vários factores individuais da empresa.

Jensen & Meckling (1976) aplicam a teoria da agência às empresas modernas e ao fazerem-no formalizam uma teoria que remonta a pelo menos Adam Smith (1776): quando a propriedade e o controlo das empresas não são totalmente coincidentes, existe um potencial para a geração de conflitos de interesses entre proprietários e gestores.

Existem no entanto, benefícios em separar a propriedade e o controlo, caso contrário era pouco provável que tal estrutura se mantivesse até aos dias de hoje. Contudo, os conflitos de interesses combinados com o facto de ser muito dispendioso, para não dizer impossível, a formalização de contratos completos com todas as entidades que interagem com a empresa, originam uma redução do valor da empresa.

A ideia base em que assenta o governo das sociedades reside na procura da melhor via através da qual accionistas, *stakeholders*, e gestores minimizam a perda de valor em resultado da separação da propriedade e do controlo da empresa.

Os problemas de agência da empresa são percebidos como um inúmero de acasos contratuais, incluindo o oportunismo em proveito próprio, assimetrias de informação, e o problema da racionalidade limitada do ser humano.

Jensen e Meckling (1976) ao verem a empresa não como um indivíduo, mas sim como uma entidade jurídica que serve de base a um complexo processo no qual os objectivos individuais de conflito são reduzidos através de relações contratuais, referem ainda que este problema de agência derivado das relações entre o agente e o principal, existe em todos os níveis de uma empresa, em universidades, em cooperativas em autoridades governamentais, etc. As relações contratuais são a essência da empresa, não apenas com os seus empregados, mas com os fornecedores, os clientes, os credores, etc., defendendo o autor que o problema dos custos de agência e de monitorização existem para todos estes contratos.

De um modo geral, os accionistas (principal) e os administradores (agentes) efectuam um contrato que especifica o que o administrador deverá fazer com os fundos gerados pela empresa. O ideal seria que esse contrato contemplasse todas as situações e que mencionasse exactamente o que o administrador deveria fazer em todas as situações possíveis ao longo da vida da empresa, de forma a maximizar os seus esforços em benefício da empresa e não em seu proveito próprio.

Pelo facto de qualquer contrato ser incompleto e ter sempre cláusulas que originam interpretações divergentes, os accionistas e os administradores são forçados a alocar direitos residuais de controlo. Ou seja, de acordo com a teoria da agência, os accionistas são encarados como “*residual risk takers*” e não como proprietários da empresa.

Os problemas de agência, originados por estes acasos contratuais, podem no entanto ser mitigados através de mecanismos de controlo apropriados.

Os autores afirmam que as formas potenciais de minimizar estes custos, passam pelo principal estabelecer incentivos apropriados ao agente de forma a incentivá-lo a actuar em benefício da empresa e não em seu benefício próprio, afirmando que é praticamente impossível garantir a custo zero que o agente tome as decisões mais correctas do ponto de vista do principal. Outro mecanismo, poderá passar também pelo aumento da

monitorização dos gestores/administradores por accionistas externos, nomeadamente através da abertura do capital da empresa ao mercado bolsista.

Learmount (2002) vai mais longe ainda, mencionando que com esta nova teoria, a teoria económica foi pela primeira vez capaz de analisar ela própria a empresa; a teoria neoclássica foi capaz de incorporar os trabalhadores na actividade económica explicando-a como um constante renegociar de contratos, visando a maximização de valor para a empresa como um todo.

Como a “produção” é efectuado por uma equipa, quando necessário, é difícil determinar exactamente de quem é a responsabilidade por determinada ocorrência durante a produção. Assim os elementos individuais têm a oportunidade de fugir às suas responsabilidades. Para que isto não ocorra, é necessário a existência de um “monitor” que efectue contratos com todas as partes individuais e lhes pague de acordo com o seu custo de oportunidade. Em troca, o “monitor” tem o direito a reclamar parte do valor criado na empresa, incentivando assim o monitor também ele a não “fugir” das suas responsabilidades. É daqui que surge a problemática entre o agente (monitor) e o principal (accionista) na empresa: Como é que o principal poderá evitar que o agente maximize os esforços dos elementos individuais em seu proveito próprio e não em proveito da empresa?

No entanto, é muito difícil de prever todas as contingências do dia a dia das empresas e devido aos conflitos de interesses entre as partes contratantes e às assimetrias de informação, bem como à racionalidade limitada dos agentes, será muito difícil algum dia ser efectuado um “contrato ideal e totalmente completo”.

Mencionando Shleifer, (1997), pelo facto de os accionistas não serem qualificados ou não terem informação necessária para decidir o que fazer em determinadas situações – é que contratam os gestores/administradores, ficando o gestor/administrador com um substancial direito de controlo da empresa. O Governo das Sociedades vem deste modo estabelecer os limites deste mesmo controlo por parte dos administradores (agentes).

Resumidamente podemos referir que os problemas de agência têm três grandes dimensões:

1. Relação entre o agente e o principal;
2. Conflitos de agência entre accionistas maioritário e minoritários;
3. Relação entre os accionistas e os restantes interessados na empresa, nomeadamente credores.

Por outro lado, para Jensen e Meckling (1976), os custos de agência que surgem em qualquer situação que envolva um esforço conjunto de duas ou mais pessoas, mesmo que não haja uma clara definição de responsabilidades entre o agente e o principal, envolvem a soma das seguintes parcelas:

- a) Os custos de fiscalização pelo principal;
- b) Os custos de ligação (*bonding*) pelo agente;
- c) Da perda residual – perda de riqueza do principal em resultado da divergência de interesses entre ele e o agente.

Fama (1980), afirma ainda que quando o gestor é também ele accionista maioritário, os investidores externos têm consciência de que os seus interesses poderão divergir dos interesse do accionista maioritário também gestor da empresa, podendo mesmo este gerir a empresa a favor dos seus próprios interesses em detrimento dos interesse da empresa. Por isso o preço que os investidores externos estão dispostos a pagar pelas acções, reflecte os custos de monitorização e o efeito das divergências de interesses entre este e o gestor/proprietário. Os custos de agência variam de empresa para empresa. Dependem dos gostos dos administradores, do à vontade com que podem exercer os seus gostos em oposição às decisões de maximização da criação de valor, e dos custos de monitorização e actividades conjuntas. Os custos de agência variam também em função dos custos de monitorizar e avaliar o desempenho dos gestores (agentes), dos custo de criar e aplicar um “índice” para a atribuição das compensações aos gestores que esteja correlacionado com o bem estar do dono (principal), e do custo de desenvolver e reforçar comportamentos e regras específicas.

Fama (1980) refere que a competição de outros potenciais gestores também limita os custos de agência. Logo, o mercado é também ele um factor que influencia os custos de agência da empresa, estando o tamanho da divergência (custos de agência) directamente relacionada com o custo de substituir o gestor.

Lambert (1986), com base nos conflitos de agência entre os gestores e os accionistas, aborda no seu estudo a problemática dos custos de agência resultantes da rejeição por parte dos gestores de projectos mais arriscados, apesar de estes poderem ser apetecíveis para os accionistas.

De facto, os “contratos ideais” realizados entre o agente (gestor) e o principal (accionistas) devem sempre impor algum risco sobre o gestor, como forma de o motivar. No entanto, segundo o autor, o facto de em algumas situações o contrato estabelecido entre o agente e o principal, colocar demasiado risco sobre o gestor, poderá levá-lo a rejeitar projectos mais rentáveis mas mais arriscados em detrimento de projectos menos rentáveis, mas também menos arriscados. Tal poderá originar desacordo entre gestores e accionistas, podendo mesmo em alguns casos levar a que o gestor não disponibilize toda a informação sobre ambos os projectos (um mais rentável mas mais arriscado e outro menos rentável mas também menos arriscado), induzindo a que os accionistas decidam com base em informação “incompleta” e a favor do seu interesse pessoal.

Kanodia *et al.* (1989), por sua vez no seguimento dos custos de agência, aborda no seu trabalho os custos afundados (*sunk costs*) e o comportamento humano. O autor dá o exemplo de um gestor que efectua um investimento num equipamento/projecto para atingir determinado nível de produtividade. No entanto, pouco tempo depois apercebe-se que poderia alcançar o mesmo nível de produtividade com menos custos (informação que só ele dispõe), mas recusa-se a alterar a sua decisão apesar dos benefícios financeiros que poderia trazer para a empresa. Assim, o autor demonstra que os custos afundados podem ser explicados como parte de um grande fenómeno de ocultação de informação. Ou seja, a informação é privada (neste caso, apenas o gestor a conhece) e só pode ser inferida por terceiros através da observação das acções do gestor, assim como das suas consequências. Estas últimas assumem um valor reputacional sobre o desempenho do gestor.

Nestas situações, o gestor pode decidir manter ou alterar a sua decisão, com base em informação que apenas ele conhece e observa. Neste seguimento, Kanodia *et al.* (1989) inserem no seu estudo o capital humano para que a informação que é privada (conhecida apenas pelo gestor) passe também a ser informativa do seu talento. Assim, quando o gestor altera a sua decisão, ele revela informação que lhe é prejudicial e reduz as suas

oportunidades no mercado de trabalho. Este facto, segundo o estudo realizado pelo autor é propício à ocultação de informação e a prosseguir com a decisão tomada, em prejuízo dos interesses da empresa (redução de custos).

Os resultados obtidos pelo autor demonstram ainda que a decisão de prosseguir ou alterar a decisão tomada, varia com o nível de custos já incorridos. Ou seja, nos projectos/decisões em que os custos afundados (*sunk costs*) são já muito elevados existe uma tendência para os gestores prosseguirem com o projecto e ocultarem a informação que possuem, para que a sua reputação no mercado assim como as suas competências não sejam colocadas em causa. No entanto, nas situações em que os custos afundados são ainda reduzidos, existe uma tendência para os gestores divulgarem a informação de que dispõem e alterar a sua decisão, “afundando alguns custos” que serão compensados com um projecto mais rentável ou benéfico para a empresa.

Villalonga e Amit (2004) enriqueceram a literatura sobre o governo das sociedades ao evidenciarem que os conflitos de interesses são ainda mais complexos em empresas familiares, devido à existência de accionistas familiares e não familiares.

Se as empresas familiares forem geridas pelo seu proprietário, os custos de agência são muito reduzidos. No entanto, nas empresas familiares onde o proprietário ou accionista maioritário não assume a gestão, os custos de agência não poderão ser eliminados, mas poderão ser minimizados, uma vez que neste tipo de empresas as assimetrias de informação tendem a ser mais reduzidas, assim como os custos de monitorização da gestão.

Os conflitos de agência entre accionistas familiares e não familiares podem, no entanto, assumir proporções mais complexas. Se o accionista familiar detiver o controlo da empresa poderá influenciar a gestão da empresa a tomar determinadas decisões que o beneficiam particularmente em detrimento dos outros accionistas minoritários (não familiares) ou outros quaisquer interessados na empresa (ex: credores, trabalhadores, etc.) que não pertençam à família (Fama e Jensen, 1983).

Se é verdade que nas empresas familiares os conflitos podem ser resolvidos na maioria das vezes altruisticamente, também é verdade que o altruísmo poderá agravar os conflitos na medida em que poderá gerar elevados níveis de tolerância ou disfunção.

Também nas empresas familiares, os problemas de agência, entre accionistas maioritários (familiares) e accionistas minoritários (não familiares), poderão ser mais complexos na medida em que a gestão da empresa estará sobre o controlo e monitorização dos primeiros (Fama e Jensen, 1983 e Villalonga e Amit, 2004). Este facto é agravado na medida em que os accionistas familiares são sempre mais relutantes em obter financiamento via mercado de capitais, em virtude de recearem perder o controlo da “sua empresa” e por desconhecimento sobre o funcionamento daqueles, ao contrário da maioria dos accionistas minoritários e não familiares (Weaver, 1956 e Mishra and McConaughy, 1999). Assim como pelo facto de as empresas familiares serem normalmente relutantes à contratação de profissionais experientes para gerir a empresa, devido aos múltiplos objectivos que combinam o negócio e família e que excluem em muitas situações os restantes accionistas, credores, trabalhadores, etc. (Zhenyu, 2006).

Apesar da estrutura única das empresas familiares minimizar alguns custos de agência, em particular os custos entre o proprietário e o gestor, Jensen e Meckling (1976) salientam que quando os interesses dos gestores e dos accionistas estão alinhados, como poderá ocorrer nas empresas familiares, os conflitos de interesses entre os accionistas e os credores poderão dar origem a comportamentos oportunistas por parte dos gestores levando à expropriação dos credores.

2.2.2 A TEORIA DOS CUSTOS DE TRANSACÇÃO

Paralelamente à teoria da agência, que de forma geral enquadra a empresa como um *nexus* de contratos, a teoria dos custos de transacção, para além de assumir que os contratos são necessariamente incompletos, encara a empresa como uma estrutura de governo. Segundo Cunha (2005, pág. 14), “ambas estão alicerçadas no princípio de selecção natural, princípio que assenta na capacidade de as empresas reduzirem os custos (de transacção ou de agência) realizando contratos eficientes dentro das empresas”.

Corroborando Jensen e Meckling (1976), Williamson (1975), na sua abordagem aos custos de transacção, afirma que os contratos entre as partes são sempre incompletos e que tal resulta da racionalidade limitada dos contraentes. Esta racionalidade limitada

referida pelo autor deve ser entendida, e mencionando Cunha (2005, pág.12), “como uma limitação dos agentes económicos em prever e descrever todas as contingências que possam ocorrer futuramente. Assim os contratos completos são inviáveis, possibilitando atitudes oportunistas de ambas as partes devido às imperfeições dos termos contratuais”.

Segundo o autor, a realização de transacções de compra e venda nos mercados, pode dar origem a custos elevados de coordenação inter-temporal entre os compradores e os vendedores. Estes custos não ocorrem certamente quando as relações entre estes agentes são descontínuas no tempo e impessoais, no sentido de que é indiferente para cada comprador de qual vendedor ele adquire o bem e vice-versa – ou seja, é possível mudar de fornecedor ou cliente sem qualquer custo adicional. Nestes caso, a transacção é encarada como uma mera transferência de propriedade de um bem ou serviço em troca de uma determinada quantia, acompanhada de uma negociação prévia do preço e das condições de pagamento. Aqui, a satisfação de cada uma das partes envolvidas na transacção é garantida pela oportunidade sempre presente de buscar uma alternativa mais adequada no mercado.

No entanto, isto nem sempre acontece. Em muitos casos, as transacções entre as mesmas partes repetem-se e estão assentes em activos específicos, que perdem parte ou mesmo todo o seu valor caso a relação entre o comprador e o vendedor seja descontinuada. A presença destes activos específicos faz com que os vínculos estabelecidos entre as partes ganhem uma dimensão económica fundamental. As interacções entre os intervenientes, deixam de ser impessoais e instantâneas, o que acarreta custos para geri-las e conservá-las.

As possíveis divergências entre as partes em momentos de renegociação das condições da transacção, seja por oportunismo ou mera discordância, colocam em causa a interrupção da transacção e também acarretam custos, sejam eles de tratamento e recolha de informação, elaboração de novos contratos ou esforços em negociações.

É por este motivo que o autor defende a realização de contratos credíveis entre as partes, pois é uma forma de contratação perspicaz, através do qual as partes olham para o futuro prevendo riscos e as formas de reduzir esses riscos, mitigando assim responsabilidades – de forma a realizar ganhos futuros. Ou seja, o autor pretende

explicar que através da realização de contratos que limitam e regulam a conduta entre as partes, assim como através de movimentos de integração vertical¹ (evitando a dependência de fontes externas de fornecimento), a empresa pode obter ganhos de eficiência.

Segundo Williamson (1999), e tendo em conta as dificuldades geradas pelo oportunismo, a integração vertical pode surgir como forma de dar resposta a problemas de investimento *ex-ante* (de negociar e fixar as contrapartidas e salvaguardas do contrato) assim como uma antecipação dos problemas contratuais *ex-post* (de monitorização, renegociação e adaptação dos termos contratuais às novas circunstâncias). O autor, ao contrário de outros, defende ainda que a problemática dos custos de transacção não deve ser encarada estaticamente. Para o mesmo, a questão de considerar os problemas *ex-ante* estáticos e a problemática *ex-post* dinâmica não faz sentido, uma vez que os custos de transacção não são predominantemente tecnológicos, mas antes, têm a sua origem nos atributos das transacções por um lado, e nos atributos dos intervenientes humanos, por outro lado.

Em jeito de conclusão, mencionando especialmente as empresas familiares, podemos encontrar alguns problemas estruturais que se poderão traduzir em custo de agência ou de transacção, nomeadamente:

- ✓ Conflitos entre famílias e empresas, reflectindo-se na descapitalização, na falta de disciplina, na utilização ineficiente dos administradores não familiares e no excesso de personalização dos problemas administrativos;
- ✓ Uso indevido dos recursos da empresa por membros da família transformando aquela num erário dos familiares;
- ✓ Falta de sistemas de planeamento financeiro, de apuramento de custos, de outros procedimentos de contabilidade e de orçamento, que tornam o lucro um resultado totalmente fortuito e não planeado;
- ✓ Resistência à modernização do marketing, ficando a comercialização sujeita a alguns vendedores antigos e de “confiança” ou à falta de uma boa política de produtos e de mercados;
- ✓ Emprego e promoção de parentes por favoritismo e não por competência anteriormente provada.

¹ Movimentos de Integração vertical correspondem a alianças/escolhas estratégicas, efectuadas entre empresas que objectivam a consolidação desses empreendimentos dentro de uma cadeia produtiva. O facto de participar nessa cadeia e não apenas numa actividade isolada, poderá ser fundamental para manter a rentabilidade do negócio. (Jean-Dominique F. Valentini em www.investme.com.br)

Há que referir também que a estrutura das empresas familiares, oferece muitas vantagens que não é possível encontrar tão facilmente noutro tipo de empresas:

- ✓ A lealdade dos empregados é mais acentuada na empresa familiar, após algum tempo. De facto, os colaboradores identificam-se com pessoas concretas que estão sempre presentes, e não com dirigentes eleitos por mandatos de assembleia, ou por imposição dos poderes públicos;
- ✓ O nome da família pode ter grande reputação na região ou no país inteiro, funcionando como uma cobertura económica e política;
- ✓ A continuidade da administração, a sucessão de familiares competentes na direcção do negócio dá origem a um grande respeito pela firma;
- ✓ A união entre accionistas e os dirigentes, fazendo com que os accionistas sustentem a empresa quando há perdas, e também facilitando a comunicação entre a direcção executiva, o conselho de administração e a assembleia de accionistas;
- ✓ O sistema de decisão mais rápido, pois termina no escritório central, três ou quatro níveis acima do nível de execução;
- ✓ Sensibilidade social e política do grupo familiar dirigente que cria raízes na elite nacional;
- ✓ As gerações familiares em sucessão permitindo um traço de união entre o passado e o futuro, entre os valores do fundador e as vocações e visões pessoais dos dirigentes actuais;
- ✓ Maior independência da acção, dado não depender de accionistas “externos”.

2.3 OUTROS MECANISMOS DE CONTROLO DO GOVERNO DAS SOCIEDADES

Para minimização dos problemas de agência dentro das organizações, alguns autores defendem alguns outros mecanismos de controlo externos e internos, para além dos que resultam do quadro normativo.

Fama e Jensen (1983) sugerem que sem mecanismos de controlo do governo das sociedades existe uma maior probabilidade de os interesses dos gestores se desviarem dos interesses dos accionistas.

Segundo a teoria da agência, e mencionando Hutchinson e Gul (2003), a existência de diferentes tipos de mecanismos de controlo do governo das sociedades, depende dos custos de agência (os custos associados a tais problemas), assim como, dos objectivos divergentes e das assimetrias de informação.

Alguns destes mecanismos para controlo dos custos de agência que irão ser abordados no presente trabalho são:

Quadro 2 – Mecanismos de Controlo de Governo das Sociedades

Mecanismos Internos	Mecanismos Externos
Presença de Accionistas Maioritários	Concorrência
Constituição/Organização do Órgão de Administração/Gerência da Sociedade	
Profissionalização da Gestão	Monitorização de gestpres por outros gestores
Acções detidas por membros do Órgão de Administração	
Prémios de Desempenho	Legislação que proteja os investidores
Efeito de Alavanca	
Política de Distribuição de Dividendos	Políticas Macroeconómicas
Parcerias e Relações Informais	

2.3.1 MECANISMOS EXTERNOS

Relativamente aos mecanismos externos, é de referir a **concorrência** do produto da empresa no mercado. Segundo Hart (1983), as divergências entre os interesses da empresa e os interesses da própria gestão são minimizadas quando estamos perante empresas que enfrentam uma forte concorrência no mercado, face a empresas monopolísticas. Isto sugere que a competitividade dos produtos e o factor mercado, são constrangimentos à acção da gestão na redução de valor da empresa.

Outro mecanismo, referido na literatura como minimizador da problemática do Governo das Sociedades, é a **monitorização de gestores por outros gestores**. De facto, Coghlan e Schmidt (1985) afirmam que os gestores que desempenham tarefas numa empresa que apresenta um baixo desempenho têm menos possibilidades de virem a desempenhar funções idênticas numa outra empresa. De acordo com Fama (1980), o mercado de trabalho usa a informação sobre o desempenho anterior para definir oportunidades de trabalho alternativas para os gestores.

A existência/criação de **legislação que proteja os investidores** afecta directamente a eficiência e/ou o custo de um ou vários mecanismos de controlo e protege os investidores minoritários, sendo segundo Laporta *et al.*, (1997) um factor determinante no desenvolvimento de mercados locais.

Refira-se ainda as **políticas macroeconómicas** de cada país. (OCDE, 2004).

2.3.2 MECANISMOS INTERNOS

Apesar de estes mecanismos externos serem extremamente importantes, também é verdade que por vezes limitam a eficiência da empresa dando aos gestores um grau de liberdade que não lhes permite ter um comportamento de maximização do valor para os accionistas.

É por isso necessário que as empresas para além de confiarem nos mecanismos externos confiem noutros mecanismos, nomeadamente, mecanismos internos. Estes mecanismos internos devem ir de encontro a aspectos como:

- Constituição adequada da direcção da empresa, de forma a garantir que os seus membros exercem as funções de direcção e supervisão da empresa, devendo ser tida em conta a separação entre o presidente do órgão de administração e os restantes membros executivos;
- Garantir que o quadro de gestores da empresa é composto por um *mix* efectivo de membros independentes e não independentes;
- Garantir a independência dos auditores e assim a integridade do reporte de informação, incluindo a criação de uma comissão de auditora dentro da empresa.

Tomando como ponto de partida os trabalhos desenvolvidos por Shleifer e Vishny (1997) e Farinha (2003) são apresentados de seguida os mecanismos de controlo internos considerados mais adequados para o tipo de empresas a quem se dirige o presente estudo (familiares e de pequena e média dimensão).

a) **Presença de Accionistas Maioritários**

A existência de grandes accionistas nas empresas pode ser benéfica, uma vez que estes têm maiores incentivos e possibilidades de monitorizar o comportamento dos gestores, podendo compensar a falta de interesse e de motivação dos pequenos accionistas em controlar/monitorizar a empresa e a sua gestão.

A concentração de capital pode, no entanto, gerar os seus próprios problemas de agência, uma vez que os grandes accionistas têm a capacidade se assim o entenderem para expropriar os pequenos accionistas e para retirarem recursos da empresa em seu próprio benefício.

Segundo Gugler e Yutolu (2003) estes problemas são agravados quando o mercado se encontra em recessão e a distribuição de dividendos é reduzida, sendo pertinente nestas situações um sistema legal mais profundo que proteja os interesses dos accionistas minoritários e fomente a transparência de informação nas empresas.

Como mencionado por Shleifer (1997), a forma mais directa de alinhar o direito aos resultados com os direitos de controlo na empresa é através da concentração de capital. Segundo o autor, os grandes investidores aparecem como necessários para forçar os gestores a distribuir lucros. Estes investidores têm no entanto alguns direitos legais, nomeadamente, direito de voto para poderem exercer o seu poder junto dos membros que gerem a empresa. Os investidores minoritários ao serem atraídos para estes investimentos, também eles “exigem” legislação que os proteja de uma potencial expropriação por parte dos gestores da empresa e dos accionistas maioritários.

Ou seja, corroborando em parte o defendido por Gugler e Yutolu (2003), a concentração de capital contribui para um bom governo das sociedades no entanto é necessário que exista todo um sistema legal que proteja tanto os accionistas maioritários como os minoritários. No entanto, como Hart (1995) ressalva, o facto de existir pelo menos um grande accionista reduz mas não elimina por completo todos os problemas de agência. De facto, só no caso de existir apenas um accionista que detenha 100% do capital da empresa é que deixaria de haver separação entre a propriedade e o controlo. Já nos casos mais comuns em que o accionista detém menos de 100% do capital da empresa, os problemas de agência poderão ser reduzidos, mas não eliminados:

- Em primeiro lugar, e como mencionado por Hart (1995), o accionista maioritário poderá não exercer um controlo totalmente eficaz uma vez que não recebe 100% dos lucros;
- Segundo, o accionista maioritário poderá usar o seu poder de voto para melhorar a sua posição na empresa em detrimento dos outros accionistas, por exemplo, poderá persuadir o órgão de gestão da empresa a “desviar” benefícios para ele próprio;
- Terceiro, o accionista maioritário poderá concordar em deixar o órgão de administração “em paz” desde que tenha um prémio adicional nas acções que detem;
- Por último, o accionista maioritário poderá ele próprio tornar-se no órgão de gestão da empresa e gerir a empresa.

Há que ressaltar ainda que estas acções de controlo impulsionadas por accionistas que detêm uma grande parte do capital da empresa, e que levantam graves problemas de agência como referido anteriormente, enfrentam em muitas situações limitações a nível legislativo. Os accionistas exercem esse controlo através dos seus direitos de voto. O seu poder depende do “grau” de protecção legal dos seus votos.

Segundo Shleifer (1997), estas questões não se levantam de forma tão directa relativamente aos accionistas minoritários, uma vez que estes necessitam de estabelecer alianças com outros investidores para poderem exercer controlo dentro das empresas.

Anderson *et al.*, (2002) no estudo efectuado a 252 empresas industriais, onde pretendiam estudar o impacto nos custos de agência da concentração de capital em empresas com uma base familiar, encontraram evidências de que a concentração de capital familiar se encontra associada a menores custos de agência, nomeadamente, 32% abaixo das empresas detidas maioritariamente por accionistas não familiares. Os autores constataram ainda que os investidores externos encaram este tipo de organizações (empresas familiares) como as que melhor salvaguardam os seus interesses.

De acordo com os autores os accionistas familiares têm características únicas, nomeadamente:

- O seu interesse pessoal pela empresa e na sua sobrevivência no longo prazo, uma vez que na maioria dos casos estes accionistas pretendem passá-la aos seus herdeiros e de preferência com saúde financeira. Por esse motivo este tipo de accionistas tem motivações adicionais para maximizar o valor da empresa;
- A sua preocupação com a reputação da empresa no mercado. Ou seja, o facto de a empresa ser detida maioritariamente por membros da mesma família e de esta passar de geração em geração, faz com que as relações com entidades externas (ex: bancos, credores, etc) sejam construídas ao longo do tempo, tal

como a confiança depositada entre ambas as partes. Tal já não é tão passível de acontecer em empresas não familiares em que existe uma maior rotatividade dos gestores, não potenciando este tipo de relações.

Berghe e Carchon (2003), que estudaram o caso concreto de uma empresa detida e controlada maioritariamente por uma família (o pai era o accionista e a filha a gerente), afirmam que os conflitos de interesse entre membros da mesma família dentro de uma empresa, podem criar situações que prejudicam a colaboração e a troca de informação dentro da empresa, podendo chegar mesmo a eliminar os potenciais comportamentos altruístas comuns entre membros da mesma família. Os autores mencionam ainda o facto de nas empresas familiares o desempenho poder ser comprometido dado que, em grande parte dos casos, as empresas criam mercados de trabalho internos que favorecem os membros da família (por vezes pouco qualificados), ao contrário de empresas não familiares que se encontram mais expostas ao mercado de trabalho externo. Por este facto e por serem detidas e controladas por membros da mesma família, as empresas familiares poderão ser menos atractivas para investir, fazendo com que os accionistas externos tenham de efectuar um maior investimento para monitorizar a gestão da empresa.

Villalonga e Amit (2004), ao incidir o seu estudo em empresas familiares e não familiares como forma de determinar a relação de variáveis como a concentração de capital, gestão e controlo com o valor da empresa, detectou que a concentração de capital familiar apenas gera valor quando combinado com outras forma de controlo e gestão familiares. O controlo familiar em excesso devido a uma concentração de capital é normalmente manifestado na forma de variadas classes de acções, pirâmides e acordos de votação, que por sua vez reduzem o valor da empresa. Segundo o estudo efectuado pelos autores, a gestão familiar de uma empresa cria valor quando o seu fundador actua como membro da direcção da empresa ou como seu presidente, mas destrói valor quando os seus descendentes ocupam o seu lugar.

Loderer e Martin (1997), seguindo Berghe e Carchon (2003), não encontram, por sua vez, uma relação estatisticamente significativa e positiva entre a concentração de capital e o desempenho da empresa.

b) Constituição /Organização do Órgão de Administração/Gerência da Sociedade

Os accionistas elegem o órgão de administração, para agir em seu nome, e o órgão de administração por sua vez, controla a gestão da empresa e ratifica as decisões mais importantes (Hart, 1995).

A constituição dos órgãos de administração também poderá ser apontada como um potencial mecanismo de controlo. De facto, a dimensão do órgão de administração assim como a sua composição são mencionados por diversos autores como um forte mecanismo de controlo do governo das sociedades.

✓ **Dimensão do órgão de administração**

Jensen (1993) foi dos primeiros autores a questionar o impacto do número de membros no órgão de administração das empresas e o funcionamento efectivo dos mecanismos de controlo, tendo afirmado que os problemas com os mecanismos internos de controlo do governo das sociedades começavam no órgão de administração da sociedade. Isto porque para Jensen (2003) a principal função do órgão de administração é monitorizar os gestores da empresa, servindo como um instrumento ao serviço dos accionistas da empresa.

Segundo o autor, quanto maior o órgão de administração da empresa, maiores os problemas de agência gerados, uma vez que estes cargos se tornam mais simbólicos e menos eficazes. De facto, neste caso os gestores podem procurar apenas manter a sua posição na empresa assim como a sua estabilidade profissional. Em virtude disso, os seus reais deveres de controlo e monitorização podem ser descurados. Por outro lado, quanto maior o número de administradores, maior será o esforço de coordenação, flexibilização e comunicação entre os mesmos.

Yermack (1996), um dos primeiros autores a testar esta hipótese empiricamente, na investigação que efectuou a 452 grandes empresas industriais entre 1984 e 1991, detectou que existe uma relação inversa entre a dimensão do órgão de administração e o valor da empresa, constatando que empresas com órgãos de administração mais

reduzidos tinham cotações mais altas nas bolsas de valores. O autor detectou ainda que as empresas com um órgão de administração de pequena dimensão, demonstram melhores rácios financeiros e um maior desempenho dos seus membros (através de compensações financeiras e ameaça de despedimento). Lopez (2005), à semelhança de Yermarck (1996), no estudo efectuado a 450 empresas da Europa e dos Norte dos Estado Unidos, também verificou um impacto negativo entre o número de membros no órgão de administração das empresas estudadas e o valor da empresa. Segundo o autor, as desvantagens de uma pior coordenação, flexibilidade e comunicação entre os membros do órgão de administração, afiguram-se mais importantes que os potenciais benefícios gerados pelo aumento do número destes.

Bhagat e Black (2002) mencionam o facto de a maioria dos estudos efectuados ter em conta grandes empresas e as empresas de pequena dimensão. De facto, segundo os autores, em empresas de pequena dimensão a separação entre a propriedade e o controlo é em muitas vezes residual, tendo uma correspondência directa com a redução dos conflitos entre os membros do órgão de administração. Por isso, a explicação de que quanto maior o órgão de administração maior a separação entre a propriedade e o controlo (aumento dos custos agência) não pode ser aqui aplicada de forma tão directa, apesar de as justificações de coordenação, flexibilidade e comunicação ainda se manterem neste tipo de empresas. Os autores, no seu teste que tomou como base pequenas empresas, constataram que nestas empresas se verifica uma relação negativa entre a dimensão do órgão de administração e a criação de valor pelas empresas, verificando ainda que o número de membros ideal do órgão de administração se encontra fortemente e positivamente relacionado com a dimensão de cada empresa.

Eisenberg (1998) refere que o estudo da dimensão do órgão de administração nas empresas de média e pequena dimensão é importante na medida em que as motivações destas empresas ao nível de escolha da dimensão e da estrutura do órgão de administração poderão não ser as mesmas das grandes empresas. Nomeadamente, pelo facto de, nas empresas de pequena e média dimensão, a estrutura accionistas ser reduzida, reduzindo conseqüentemente os conflitos de agência entre accionistas e gestores.

O autor detectou ainda no seu estudo que envolveu 500 empresas da Finlândia de pequena e média dimensão, uma relação negativa entre a dimensão do órgão de

administração e a performance das empresas, suportando a hipótese de que os problemas de comunicação e coordenação também são extensíveis a este tipo de empresas e não se restringem às empresas de grande dimensão. Contudo, a hipótese da comunicação e da coordenação, segundo Eisenberg (1998), não são suficientes para justificar a relação detectada, pois se esta fosse a única razão, os accionistas tenderiam a escolher estruturas e dimensões do órgão de administração óptimas. Uma justificação alternativa mencionada pelo autor prende-se com o facto de a dimensão do órgão de administração se encontrar associado ao número de accionistas da empresa, pois quantos mais accionistas mais membros do órgão de administração tendem a existir.

Constatou ainda que esta relação se mantinha mesmo em empresas onde a separação entre a propriedade e o controlo era muito reduzida, sugerindo que se existe uma dimensão ideal para o órgão de administração, este varia em função da dimensão da empresa.

Bennedsen *et al.*, (2007), em consonância com os resultados obtidos pelos autores mencionados anteriormente, detectaram uma relação negativa entre a dimensão do órgão de administração e o desempenho das empresas. Os autores, ao separarem o seu estudo em grandes empresas e pequenas e médias empresas, detectaram ainda que abaixo de 6 membros no órgão de administração não era verificado qualquer efeito no desempenho da empresa, no entanto, acima de seis membros já era possível detectar uma relação negativa entre estas duas variáveis (dimensão e desempenho). Para além disso, verificaram que em empresas com uma grande concentração de capital (situação típica em empresas familiares) existe uma relação negativa acentuada entre a dimensão do órgão de administração e o desempenho.

Mais recentemente Drobetz *et al.* (2004), no estudo efectuado a empresas suíças, ao contrário do defendido pela maioria dos autores que abordaram esta temática, detectaram uma relação positiva significativa entre a dimensão do órgão de administração e o Q de Tobin.

✓ **Composição do órgão de administração**

A existência de gestores independentes nos quadros da empresa, segundo Dahya, *et al.* (2002), poderá ter consequências muito positivas na qualidade da governação da sociedade, uma vez que traz para dentro da empresa considerável experiência e conhecimentos, pois estes são na sua grande maioria académicos ou especialistas do sector. Contudo, para que este factor contribua realmente para o desempenho futuro da empresa é necessário que estes conhecimentos sejam tidos em consideração na definição da estratégia da empresa, sendo necessário que os gestores independentes assimilem uma grande quantidade de informação sobre a empresa e que as suas opiniões e conselhos sejam “ouvidos”.

Também as Recomendações da CMVM e da OCDE prevêm a necessidade de existir no órgão de administração um número de membros não executivos que garanta a efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos.

Como afirmado por Black *et al.* (2005), a existência de membros independentes no órgão de administração, dá uma substancial contribuição na monitorização do desempenho e conduta dos membros da administração com funções executivas, enaltecendo assim a “responsabilidade” da gestão da empresa.

Dahya *et al.*, (2006), no estudo que efectuaram a 799 empresas de 22 países, verificaram uma relação estatisticamente significativa entre o valor da empresa e a percentagem de membros independentes, relativamente ao accionista maioritário/dominante da empresa, no órgão de administração. Constataram ainda que esta relação era ainda mais forte em países com um baixo nível de protecção dos accionistas. A justificação apontada pelos autores prende-se com o facto de as empresas, apesar de detidas e controladas por um accionista maioritário/dominante e se encontrarem sediadas em países com uma fraca legislação em termos de protecção dos accionistas, apresentarem a segurança adicional aos accionistas minoritários de que a gestão da empresa era supervisionada por membros exteriores e independentes, que garantiam que o accionista maioritário/dominante não geria a empresa em benefício exclusivamente pessoal e em detrimento dos restantes accionistas minoritários.

Na realidade, os membros independentes que têm a possibilidade de ser “expulsos” pelos accionistas maioritários, têm uma motivação adicional para exercerem “correctamente” a sua função. De facto, se esta não for exercida eficazmente estão sujeitos a que a curto ou médio prazo sofram sanções do mercado laboral: ao “falharem” numa empresa, a sua reputação no mercado dificultará a sua integração em outras empresas para exercer a função de membro independente.

Também Zhang *et al.* (2002), no estudo efectuado às empresas chinesas e às empresas Alemãs, detectaram uma relação positiva, e significativa ao nível de 10%, entre o número de membros independentes no órgão de administração das empresas e a valorização destas no mercado.

Ao contrário do defendido pelos autores referidos anteriormente, sobre a existência de membros independentes no órgão de administração das empresas, Kumar e Sivaramakrishnan (2007), afirmam existir uma relação inversa com o desempenho das empresas. Segundo os autores, pelo facto de o órgão de administração ter como principais funções a geração de informação independente (monitorização) e a função contratual, que determina as decisões de investimentos, o seu próprio esforço e a sua compensação, a existência de membros independentes, irá gerar tensão entre os papéis de monitorização e de gestão. Ou seja, mais membros do órgão de administração (não independentes) estão menos dependentes de informação superior sobre a actividade da empresa gerada pelo “papel” da monitorização.

Por sua vez e à semelhança de outros autores, Lopez (2005), no seu estudo efectuado a 450 empresas Europeias e do norte dos Estados Unidos, não encontrou uma relação suficientemente forte para afirmar que existe uma relação entre a percentagem de membros independentes (externos) no órgão de administração das empresas e a geração de valor.

Hart (1995) menciona que o órgão de administração tem um papel muito importante na empresa, mas que por vezes não é muito eficaz na prática, apesar de ser constituído por gestores executivos (que fazem parte da equipa de gestão da empresa) e gestores independentes (externos à empresa), uma vez que é pouco provável que os gestores executivos se controlem a eles próprios e porque, por várias razões, os gestores podem não fazer um bom trabalho de controlo:

- Primeiro, os administradores independentes não têm um interesse financeiro significativo na empresa, não ganhando mais com a melhoria da performance da empresa;
- Segundo, os administradores independentes normalmente têm pouco tempo para se debruçarem sobre os assuntos correntes das empresas ou para recolher informação;
- Por último, os administradores independentes, normalmente tentam cair nas “boas graças” da gestão, de forma a serem reeleitos e continuarem assim a recolher benefícios da empresa².

Yermack (1996) constatou uma relação inversa entre a dimensão do órgão de administração e o valor da empresa. O autor refere ainda que a associação verificada tende a ter uma forma convexa, sugerindo que as maiores fracções de valor “perdidas” ocorrem quando os órgãos de administração crescem de um tamanho considerado pequeno para um tamanho médio.

Perante a crescente problemática de governo das sociedades, o *Cadbury Committee* fez algumas sugestões para alterar a estrutura do órgão de administração, sendo de destacar a recomendação da existência de um procedimento formal de selecção dos administradores independentes e de que as comissões de auditoria e de remuneração deverão ser constituídas essencialmente ou inteiramente por administradores independentes.

Como mencionado por Paeglis e Tirtiroglu (2007), a existência de membros independentes no órgão de administração de uma empresa, é sinal para o mercado de que esta se encontra disposta a ser monitorizada. Esta presença de membros independentes no órgão de administração afigura-se mais relevante quando se trata de empresas familiares recentemente cotadas em bolsa, do que em empresas familiares já no mercado de valores há algum tempo.

Paeglis e Tirtiroglu, (2007) constataam que a independência do órgão de administração está associada positivamente com o valor da empresa e que é mais importante para os analistas financeiros do que para os investidores institucionais.

Anderson e Reeb (2003), em consonância com a teoria da agência, detectaram que as empresas com maior valor de mercado são aquelas em que os membros familiares do órgão de administração das empresas são balanceados com membros independentes. Em contraste, detectaram que as empresas que eram detidas continuamente e

² Os administradores independentes podem representar empresas que fazem negócios com esta empresa (grandes fornecedores, advogados da empresa, etc). Esta potencial relação compromete a sua independência.

maioritariamente por membros da mesma família e onde a presença de membros independentes era reduzida apresentavam um desempenho significativamente pior que o de empresas não familiares. Testes adicionais permitiram ainda concluir que as famílias tendem a minimizar a presença de membros independentes na gestão da empresa, enquanto que os accionistas externos preferem uma representação na gestão efectuada por membros independentes. Estes resultados, enaltecem a importância da existência de membros independentes na gestão da empresa, como forma de minimizar os conflitos entre os grandes grupos de investidores e de modo a que os interesses dos accionistas minoritários sejam protegidos e salvaguardados.

c) **Profissionalização da gestão**

Quando falamos em empresas não cotadas de pequena/média dimensão, a existência de membros independentes no órgão de administração poderá mostrar-se desajustada, uma vez que a maioria das empresas de pequena e média dimensão nacionais (90 a 95%) são de cariz familiar, sendo difícil encontrar nos órgãos de administração membros independentes que tenham como função supervisionar a acção da gestão da empresa.

Por este motivo, alguns autores, como Zhenyu (2006) e Shleifer, *et al.*, (2003), apontam outros mecanismos de controlo como mais relevantes, nomeadamente, a **profissionalização da gestão**. De facto, uma empresa que é gerida por profissionais da área dá um maior grau de confiança a todos os accionistas, credores ou interessados.

Para além da confiança gerada pela gestão da empresa por profissionais qualificados, a profissionalização é apresentado por diversos autores como um importante mecanismo de controlo uma vez que minimiza a expropriação dos accionistas minoritários pelos accionistas majoritários (Shleifer, *et al.* 2003) e porque, nas pequenas e médias empresas de cariz familiar, a sucessão surge como um dos estádios mais críticos da empresa, significando a substituição do dirigente/empresário da empresa (Brown, 1982).

De facto, é no estádio da sucessão que o dirigente determina se os seus descendentes irão ou não ocupar os cargos de direcção da empresa, caso estes estejam dispostos a assumir tal cargo, ou se estes deverão ser ocupados por gestores profissionais, ou até se

deverá vender a empresa. Nas situações em que os descendentes não pretendem assumir a direcção da empresa e a opção da venda é colocada de parte, a contratação de dirigentes profissionalizados é um factor crucial para a sobrevivência da empresa.

Zhenyu (2006), no estudo efectuado a empresas familiares e não familiares Canadianas, verificou uma relação positiva entre a profissionalização da gestão e o desempenho das empresas familiares (aferido pelo ROA e pelo ROAEBITDA). Verificou, no entanto, que existia alguma resistência por parte destas empresas na profissionalização da Direcção Financeira.

Shleifer, *et al.* (2003), afirmam ainda que nos países onde existe uma forte protecção legal dos interesses minoritários das empresas, a solução ideal é contratar o melhor profissional qualificado para a gestão da empresa e abrir o capital, a menos que se deseje manter o controlo da empresa na família. Esta solução daria origem essencialmente ao problema de agência entre accionistas maioritários e minoritários, mas que seria minimizado pelo elevado nível de protecção legal do país relativamente aos accionistas minoritários.

Nos países onde a protecção legal dos accionistas minoritários é mediana, a solução ideal seria ainda contratar um profissional qualificado e abrir parte da empresa, cotando as acções no mercado, mantendo no entanto o controlo desta na família (ficando como accionista maioritário). Daqui adviriam dois problemas de agência, nomeadamente, entre a gestão da empresa e os accionistas maioritários e entre estes e os accionistas minoritários.

Já nos países onde a protecção dos interesse minoritários da empresas é fraco, os problemas de agência gerados pela separação da propriedade e do controlo são demasiado elevados, preferindo a maioria das empresas manter o controlo da empresa e contratar um gestor profissional que possa ser “integrado na família.” Nesta situação os problemas de agência levantar-se-iam apenas ao nível familiar e não familiar (se existirem accionistas que não façam parte da família) e entre a gestão da empresa, mas estes seriam minimizados pelo facto de o controlo da empresa ser maioritariamente do accionista maioritário.

“A empresa que mantém o controle familiar e profissionaliza tanto o governo da empresa quanto a gestão, tem condições de desenvolver melhor performance que as demais.” (in www.asempresasfamiliares.com.br)

d) Accões detidas por membros dos órgãos de administração

Segundo alguns autores, um outro mecanismo interno, que poderá minimizar os conflitos de interesses, consiste em aumentar a **participação dos gestores no capital da empresa**, permitindo assim que os seus interesses se encontrem mais alinhados com os interesses da empresa.

Quanto maior a participação do gestor no capital da empresa, maior será o seu incentivo para gerir a empresa mais eficazmente, e para aproveitar oportunidades de potencial lucro. Chung e Pruitt (1995) mencionam ainda que isto é verdadeiro desde que os gestores obtenham compensações financeiras directas pelas suas decisões.

De facto, é prática corrente a elaboração de contratos com os gestores das empresas onde são delineadas as suas responsabilidades e direitos, numa tentativa de minimizar potenciais custos de agência gerados pela separação entre a propriedade e o controlo das empresas.

Jensen e Meckling, (1976) afirmam que quando os gestores da empresa detêm 100% do seu capital, os custos de agência são reduzidos, uma vez que ele tomará decisões que maximizarão o valor da empresa, não só ao nível financeiro (como forma de obter retorno do seu investimento), mas ao nível da disciplina e competência dos seus funcionários, das relações pessoais (amizade, respeito, etc), etc. No entanto, o autor refere que os custos de agência não poderão ser totalmente anulados uma vez que sempre existirão os custos de agência originados pela divergência de interesses entre o proprietário/gestor e outros interessados “stakeholders”. Beck e Zorn (1982) referem ainda que estes custos de agência são mais acentuados quando o proprietário/gestor, por força de novos investimentos e projectos, se vê forçado a recorrer a financiamento externo à empresa.

Assim, como afirmado por Beck e Zorn (1982), nas empresas onde existe uma separação entre a propriedade e o controlo, a opção de participação dos gestores no capital social surge como uma solução para minimizar os custos de agência uma vez que fomenta o alinhamento de interesses entre proprietários e gestores. Muitos estudos, nomeadamente o estudo efectuado por Chung e Pruitt (1995) e por Drobetz *et al.* (2004), confirmam a teoria de Jensen e Mackling (1976), comprovando que este mecanismo é um forte impulsionador do desempenho da empresa e que afecta positivamente o valor desta:

- Chung e Pruitt (1995) no seu estudo, verificou que existe uma relação forte e positiva entre o Q de Tobin e a compensação dos membros de gestão da empresa. Este resultado reforça as afirmações teóricas de que é ideal para as empresas atrair activos humanos com habilitações mais elevadas. O autor sugere ainda que o facto de os gestores participarem no capital social das empresas é uma forma destes actuarem no melhor interesse dos interessados na empresa “*stakeholders*”.
- Drobetz *et al.*, (2004) no estudo efectuado a 145 empresas suíças, que contemplou não só a participação dos gestores no capital da empresa, mas outros mecanismos como dimensão do quadro de gestores, endividamento e representação de membros independentes (exteriores) no quadro de gestão da empresa, corrobora os resultados obtidos por Chung e Pruitt (1995), relativamente às empresas alemãs, tendo detectado uma relação positiva entre a participação dos gestores no capital da empresa e o valor da empresa. No entanto, constatou que esta relação só se mantinha até certo ponto (42% do capital social da empresa).

Loderer e Martin (1997), por sua vez não detectaram qualquer relação significativa entre a percentagem de capital detido por gestores e o valor da empresa. Segundo estes analistas, o resultado sugere que os gestores que têm uma participação no capital da empresa nem sempre estão numa posição que lhes permite afectar as decisões ou então existem outros gestores que afectam as decisões. Alternativamente, os resultados poderão indicar que os gestores buscam a maximização do valor da empresa, não pelo facto de terem uma participação no capital social desta mas pela competição no mercado dos produtos e serviços prestados, no mercado de trabalho e pela busca do poder de controlo da empresa.

Para além do mencionado anteriormente, e como referido por Beck e Zorn (1982), uma limitação da aplicação prática deste mecanismo de controlo resulta de alguns dos membros do órgão de administração poderem não se encontrar receptivos a deterem uma participação financeira na empresa, por factores como a aversão ao risco. Para

Beck e Zorn (1982) as acções das empresas cotadas em bolsa deveriam ter um valor diferente para os administradores, relativamente aos restantes investidores, para que o efeito na produtividade do gestor assim como a sua aversão ao risco fossem “compensados”.

Tendo em conta que os estudos referidos anteriores tomam como base empresas cotadas em bolsas de valores, e a extrapolação dos resultados para empresas não cotadas poder ser enganadora, Mueller e Spitz (2001) efectuaram um estudo a cerca e 1300 empresas não cotadas de média dimensão, como forma de determinar a relação entre a percentagem de capital detida por membros da gestão da empresa e o desempenho desta. Os resultados obtidos pelos autores, apesar de aplicados a empresas em contextos de mercado diferentes (cotadas e não cotadas em bolsa), foram semelhantes aos de Chung e Pruitt (1995) e de Drobetz *et al.* (2004). Ou seja, segundo os autores, existe uma relação positiva até cerca de 80% do capital detido por gestores com o desempenho da empresa. Acima desta percentagem a relação torna-se negativa, contrastando com o defendido por Jensen e Meckling (1976).

Também Zhang (2002) no estudo que efectuou às empresas da China revelou a existência de uma relação positiva apesar de não muito significativa entre a participação dos gestores/administradores no capital das empresas e o valor destas.

Os resultados obtidos por Niskanen *et al.* (2006) no estudo desenvolvido em pequenas empresas, demonstram que os bancos cobram maiores taxas de juro quando estão perante níveis médios de propriedade por parte dos gestores. Os autores constataram ainda que as empresas com uma estrutura de capital dispersa têm mais facilmente acesso ao crédito, não encontrando nestes casos qualquer efeito na taxa de juro. Para os autores, os resultados sugerem que existem custos de agência envolvidos na gestão efectuada por accionistas da empresa e que os bancos têm isto em conta quando lhes é solicitado financiamento por empresas de pequena dimensão.

e) **Prémios de Desempenho**

Os **Prémios de Desempenho** são outro mecanismo de controlo mencionado na literatura como impulsionador do desempenho da empresa e do alinhamento dos interesses dos gestores e dos accionistas (Jensen e Murphy, 1990).

De facto, se os “*stakeholders*” tivessem acesso a toda a informação sobre as actividades dos CEO e das oportunidades de investimento das empresas, seria possível elaborar um contrato definindo todas as acções a realizar pelos gestores da empresa em qualquer parte do mundo. No entanto, é impossível de prever as oportunidades de investimento e todas as possíveis acções a desempenhar pelos gestores, nomeadamente, quais dessas acções poderão gerar valor para a empresa. Nestas situações, a teoria da agência prevê que a compensação financeira através da atribuição de prémios de desempenho, nomeadamente bónus, revisões salariais ou participações no capital da empresa (ver ponto anterior), serve como forma de incentivar os gestores a seleccionar e implementar acções que acrescentarão valor à empresa e assim estes correspondem às expectativas dos accionistas e de todos os interessados na empresa (Jensen e Murphy, 1990).

Como referido atrás, pelo facto de o potencial contrato não poder prever todas as situações e como mencionado por Shleifer e Vishny (1997), quando estes contratos são incompletos e os gestores são mais experientes que os accionistas e outros interessados na empresa, estes tendem a possuir elevados níveis de controlo das empresas, possibilitando-lhes a tomada de decisões em seu próprio benefício, o que em muitas situações resulta em tomadas de decisão ineficientes com elevados custos para a empresa e para todos os seus interessados.

Ressalve-se também o facto de os prémios de desempenho poderem levantar sérios problemas, especialmente se os “contratos”, que especificam em que situações deverão ser atribuídos os prémios de desempenho, forem elaborados entre gestores experientes e gestores pouco experientes e desmotivados em vez de serem negociados com os accionistas maioritários. De facto, os primeiros poderão negociar em seu benefício próprio tais contratos quando sabem que determinados ganhos ou valor das acções serão atingidos facilmente, ou mesmo manipular contabilisticamente os resultados e a política de investimento da empresas para que os objectivos no “contrato” sejam atingidos e assim tenham direito aos prémios de desempenho estipulados (Shleifer e Vishny, 1997).

No entanto, apesar dos potenciais problemas mencionadas anteriormente, Chung e Pruitt (1995), verificaram uma relação positiva entre a atribuição de prémios de desempenho aos gestores e o valor da empresa, sugerindo que esta é uma forma de estes actuarem no melhor interesse da empresa uma vez que existe um alinhamento de interesses (a maximização do lucro da empresa). Por sua vez, para Zhenyu (2006), a profissionalização da gestão é um dos factores mais significativos e diferenciadores do governo das sociedades quer nas empresas de grande ou de reduzida dimensão.

Também Del Brio e Maia-Ramires (2005), no estudo efectuado às empresas espanholas, detectaram uma relação positiva entre a remuneração dos gestores das empresas e o valor da empresa. Os autores mencionam ainda que esta relação é impulsionada pela qualidade da divulgação da informação aos interessados na empresa e pelas opiniões positivas obtidas ao seu relatório de auditoria.

Mencionando ainda Zhou (2000), e tendo em conta o seu estudo que abrangeu empresas canadianas de pequena dimensão, é possível constatar que, corroborando o defendido na literatura e testado por diversos autores, a remuneração do CEO aumenta proporcionalmente ao crescimento da empresa e que esta compensação está directamente ligada de forma positiva ao desempenho das empresas.

f) Efeito de Alavanca

O Efeito de Alavanca, isto é, a utilização do endividamento para aumentar a rentabilidade esperada dos capitais próprios, é um outro mecanismo interno utilizado pelos gestores, para demonstrar a sua “boa vontade” em distribuir *cash flows*, levando a que as empresas sejam monitorizados por entidades externas.

Como mencionado por Hart e Moore (1995), os gestores prosseguem objectivos tais como poder e outros direitos exclusivos, desempenhando o endividamento um papel importante na restrição destes:

- Em primeiro lugar, o endividamento a curto prazo força os gestores a despendem fundos que eles de outra forma poderiam usar para efectuar investimentos não rentáveis e aplicações de liquidez da empresa menos valiosas;
- Em segundo lugar o endividamento a longo prazo evita que os gestores financiem investimentos pouco rentáveis pedindo emprestado a contar com ganhos futuros.

Os autores referem ainda que nos casos em que o endividamento é “óptimo”:

- Quanto mais elevada é a rentabilidade média do novo projecto de investimento de uma empresa mais baixo será o nível da dívida de longo prazo,
- Quanto mais alto é a rentabilidade média de activos existentes numa empresa (activos fixos) mais elevado será o nível da dívida de longo prazo

Os autores demonstram ainda que em geral é óptimo para uma empresa o recurso a dívida com diferentes maturidades e *convenants* que permitam a diluição (limitada) de cada um deles. Os mesmos explicam ainda a correlação negativa verificada entre o endividamento e a rentabilidade da empresa, uma vez que esta última está relacionada com mais investimentos.

Segundo Jensen e Meckling (1976), alguns aspectos particulares dos custos de agência relacionados com a existência de dívidas na empresa são:

- O efeito de incentivos associados a empresas muito alavancadas;
- Os custos de monitorização que estes efeitos originam;
- Os custos do aperto financeiro ou de falência.

Os autores referem ainda que o proprietário/gestor é que suporta na totalidade os custos gerados pelo endividamento, no entanto, é também ele quem ganha por reduzi-los. Assim, os custos de agência gerados pelo endividamento, na ausência de outros factores, tenderão a desencorajar o uso de financiamento alheio.

Por sua vez os factores que encorajam o seu uso são nomeadamente:

1. Poupança de imposto;
2. Realização de oportunidade de investimento, com recursos próprios escassos.

Mesmo na ausência de benefícios fiscais (retenção de imposto), o endividamento será utilizado quando os recursos do proprietário da empresa são limitados para realizar determinada oportunidade de investimento. Se o proprietário não tiver capacidade financeira para realizar o referido investimento, e se não recorrer ao endividamento, irá incorrer em perdas derivadas do lucro que poderia obter se realizasse esse mesmo investimento (Jensen e Meckling, 1976). Apesar de o proprietário da empresa, ao contrair o endividamento para ultrapassar as necessidades de capital, vir a incorrer em custos de agência estes serão desejáveis até ao ponto em os cash flows gerados pelo

investimento superarem os custos gerados pelo endividamento (Jensen e Meckling 1976).

De forma sucinta e tendo em conta os autores mencionados, podemos afirmar que o endividamento é uma forma de reduzir os custos de agência. Podemos ainda afirmar que o endividamento cria valor para a empresa, uma vez que possibilita investir em novas oportunidades de negócio o que de outra forma não seria possível.

Segundo Jensen (1986), os conflitos de interesses entre os “shareholders” e os gestores sobre políticas de distribuição de resultados são especialmente acentuados quando a empresa gera *cash flow* adicional em relação ao que era esperado. O problema centra-se em como motivar os gestores a libertarem o *cash flow* em vez de o investirem a um custo de capital reduzido ou de o gastarem em operações ineficientes dentro da organização.

Segundo o autor, o endividamento desencorajara os gestores a efectuarem o investimento dos *cash flow* em projectos pouco rentáveis (servindo estes unicamente os seus próprios interesses), e cria valor para empresa uma vez que demonstra a boa vontade dos gestores em distribuir resultados, assim como em ser supervisionados por entidade externas à empresa (entidades financeiras). No entanto, o autor ressalva que a teoria de que o endividamento cria valor para a empresa e motiva um melhor governo das sociedades, é em muito enfraquecida pelo facto de que a retenção de *cash flow* ser uma forte e muito importante fonte de financiamento da empresa. Ou seja, a contracção de endividamento, para colmatar o facto de parte dos resultados obtidos pela empresa serem distribuídos, poderá gerar custos “desnecessários” e em casos extremos, poderá levar a empresa a níveis de endividamento exagerados. Segundo MacConnell e Servaes (1995), corroborando Jensen (1986), o efeito de alavanca contabilístico está positivamente correlacionado com o valor da empresa quando as oportunidades de investimento são escassas.

Como afirmado por MacConnell e Servaes (1995), é presumível que tanto os efeitos negativos como os efeitos positivos da dívida surjam em qualquer empresa. No entanto, nas empresas com oportunidades de crescimento mais elevados, predomina uma relação negativa com o valor da empresa, uma vez que em algumas circunstâncias, os gestores tenderão a fazer investimentos em projecto pouco rentáveis (privilegiando apenas o seu

interesse particular nesse mesmo investimento). Da mesma forma, para empresas com oportunidades de crescimento mais moderadas e com crescimento de *cash flow* também moderado, o endividamento tenderá a estar positivamente relacionado com o valor da empresa: em algumas circunstâncias, os gestores são impedidos de efectuar investimentos pouco rentáveis, uma vez que não têm meios internos para efectuar o referido investimento e se encontram dependentes de financiamento externo para poder avançar com o projecto, ou seja, a rentabilidade do projecto é verificada por outra entidade que não a própria empresa e a sua realização encontra-se dependente da sua aceitação ou não.

Segundo Safieddine e Titman (1999), de 577 tentativas de aquisição hostil falhadas, 58% das empresas que aumentaram os seus níveis de endividamento durante uma tentativa de aquisição hostil, como estratégia de defesa, foram adquiridas após a tentativa inicial muito depois (mais de 5 anos) das que não adoptaram a mesma estratégia (menos de 5 anos). Aparentemente, o nível de endividamento fazia parte de uma estratégia de defesa das empresas, indicando que o aumento do endividamento reduziria a probabilidade da empresa ser adquirida por “outros”. Segundo o autor, a literatura fornece duas explicações para os resultados obtidos:

- O aumento dos níveis de endividamento, aumenta a confiança dos investidores nas promessas efectuadas pelos gestores da empresa, aumentando conseqüentemente o preço das acções, assim como o preço da aquisição hostil;
- O aumento do nível de endividamento aumenta o custo de aquisição da empresa, sem que o valor da empresa sofra alteração, uma vez que o poder de controlo sobre a gestão da empresa aumenta (a entidade a quem é solicitado o financiamento, passa a ter uma maior intervenção nas decisões da empresa).

Para o autor, o facto de o valor da empresa aumentar se os níveis de endividamento também aumentarem deve-se essencialmente a uma melhoria do desempenho da empresa, levando a que os investidores antecipando essa melhoria não se importem de pagar mais por cada acção da empresa. Na maioria dos alvos falhados de tentativas de aquisição hostis, a melhoria do desempenho passou por uma redução do investimento logo após a tentativa de aquisição, nomeadamente em termos de venda de activos, redução de pessoal e aumento do comprometimento com os objectivos da empresa.

Weil (2003), no estudo efectuado a sete países europeus, detectou que a relação entre o endividamento e o desempenho das empresas varia de país para país, tendo verificado uma relação significativamente positiva em cinco dos países estudados, países que promovem a equidade entre empresas, uma relação negativa em Itália e uma relação não significativa em Portugal. Segundo o autor, existem dois factores que contribuem para essa influência, nomeadamente:

- O acesso ao crédito por parte das empresas;
- A eficiência do sistema legal de cada país.

O endividamento por um lado aumenta a pressão nos gestores para melhorarem o desempenho, uma vez que reduz o seu poder de controlo da empresa. Empresas com um maior nível de endividamento, deverão estar mais motivadas para melhorar o seu desempenho. No entanto, o endividamento traz como consequência o aumento dos custos de agência entre os *shareholders* e os *debtholders*, sugerindo que a relação entre o endividamento e o valor da empresa possa ser negativa.

Shleifer (1997) salienta que, o endividamento da empresa perante a banca é uma forma de os credores exercerem controlo, e consequentemente pode dar origem a uma redução dos custos de agência. Tenev *et al.*, (2002) relativamente ao endividamento, mencionam ainda que os bancos exercem grande influência no governo das sociedades, seja através de meios formais ou através de meios informais, nomeadamente:

Quadro 3 – Meios de Exercer Influência

Meios	Justificação
Capacidade de aceitar ou recusar crédito a uma empresa, colocando em causa toda a sua estratégia.	A aprovação ou não de um crédito bancário (empréstimo) poderá condicionar em muito um projecto de uma empresa e por em causa toda uma estratégia de desenvolvimento por parte da empresa.
Os direitos especiais que adquirem em caso de incumprimento	Podem tornar-se até donos da empresa, caso estas não cumpram as suas responsabilidades para com os bancos (seus credores), se a empresa lhes der como forma de pagamento acções.
Sinais que enviam a terceiros	Os credores podem influenciar o governo das sociedades através dos sinais que enviam a outros accionistas. Se os investidores percebem que o banco tem os incentivos certos para conceder crédito assim como dados analíticos fiáveis, os investidores sentir-se-ão muito mais confortáveis para investir nessa empresa.

g) Política de distribuição de dividendos

As empresas que esperam *cash flows* elevados desejam comunicar a todos os interessados a sua previsão, fazendo-o, em muitos dos casos, através da informação de que irão proceder à distribuição de dividendos. Pelo facto de esperarem elevados *cash flows* pretendem distribuir parte dessa riqueza a todos os accionistas, mantendo no entanto os níveis de auto-financiamento que obteriam caso os níveis de *cash flow* se mantivessem normais (Koch e Shenoy, 1999).

Intuitivamente, e mencionando Easterbrook (1984), qualquer que seja a política de distribuição de dividendos, esta deverá ser elaborada para minimizar os custos de agência. No entanto, nem sempre esse objectivo é alcançado: os dividendos exercem uma função de controlo e monitorização, uma vez que facilitam a monitorização das actividades e desempenho das empresas através dos mercados de capitais. A razão deve-se ao facto de que dividendos elevados aumentam a probabilidade da empresa ir vender acções no mercado de capitais. Neste sentido, esta acção leva a que a gestão da empresa seja investigada pelos bancos, fornecedores de capital, etc.

Mooradian e Yang (2001), efectuaram um teste a 16 empresas do ramo hoteleiro e a 51 empresas fora do ramo hoteleiro, em que pretenderam estudar a relação entre a distribuição de dividendos e o aumento do valor da empresa. Segundo os autores, pelo facto de as empresas do ramo hoteleiro gerarem *cash flows* reduzidos era de esperar que os custos de agência (gerados pela geração de elevados níveis de *cash flow* pela empresa e a sua não distribuição aos accionistas) fossem mais reduzidos que nas restantes empresas. As empresas fora do ramo hoteleiro estão em média fortemente alavancadas e pagam dividendos mais baixos que as empresas do ramo hoteleiras incluídas no estudo. Em ambas as situações as empresas antes de distribuírem dividendos retinham elevadas parcelas de resultados, apresentando as empresas fora do ramo hoteleiro níveis de retenção significativamente mais elevados.

Assim, os resultados corroboram o defendido por Jensen (1986), que afirma que o rácio do endividamento se encontra negativamente relacionado com os “*free cash flows*”.

Stevens e Jose (1992), no seu estudo obtiveram uma relação negativa entre os dividendos pagos por acção e o valor da empresa, apenas quando algumas medidas da

política de distribuição de dividendos era negligenciada por parte da empresa. Segundo os autores, quando a distribuição de dividendos deixa de estar sobre o controlo dos gestores e passa a fazer parte de uma mera política de distribuição de dividendos, esta passa a ser questionável. Gugler e Yurtoglu (2002), no seu trabalho encontraram evidências de que o anúncio de distribuição de dividendos assinala o agravamento de conflitos entre grandes accionistas com capacidade de controlo e accionistas minoritários, agravamento este devido essencialmente (e como já foi possível abordar anteriormente), ao facto de os accionistas maioritário ao deterem o controlo da empresa tenderem a extrair da empresa recursos em benefício próprio. Assim, a distribuição de dividendos serviria para minimizar estas relações, uma vez que todos (maioritários e minoritários) poderiam usufruir dos recursos da empresa na mesma proporção do seu investimento. Ou seja, se os gestores distribuïrem mais *cash flow* aos accionistas na forma de dividendos em vez de investirem em projectos pouco rentáveis, o valor da empresa tenderá a aumentar. No entanto, o autor refere ainda que um aumento dos dividendos a distribuir reduz o controlo dos accionistas maioritários e aumenta o valor de mercado da empresa, e uma redução nos dividendos poderá ser encarado como uma expropriação dos accionistas minoritários, principalmente em países em que existe uma forte concentração de capital (como na Alemanha). Ou seja, uma redução dos dividendos a serem distribuïdos, poderá significar uma maior percentagem de *cash flow* à disposição dos accionistas maioritários, podendo estes usufruir desse *cash flow* como entenderem (investir em novos projectos ou usá-lo em benefício próprio), em detrimento dos restantes accionistas minoritários. Os autores constataram ainda que a reacção mais negativa se verificou em empresas controladas maioritariamente, e empresas que se encontram inseridas num grupo piramidal de empresas, tendo constatado reduções de 2% e 3% no valor de mercado das empresas.

Mas para que este sinal funcione, é necessário que empresas que esperam *cash flows* reduzidos não enviem para o mercado o mesmo sinal, induzindo os investidores erradamente. De facto, as empresas tendem a enviar sistematicamente para o mercado sinais sobre o seu desempenho futuro/ nível de *cash flow* esperado (Koch e Shenoy, 1999). Os autores encontraram também evidência que sugere que os dividendos e a estrutura de capital fornecem mais sinais de empresas que sobre ou sub investem do que para empresas que tendem a maximizar o seu valor.

Diversos estudos têm testado esta relação, ou seja, se os sinais enviados para o mercado realmente se confirmam, e se a reacção do mercado é a esperada aquando do envio desse mesmos sinais.

h) Parcerias e Relações Informais

Os novos economistas institucionais têm vindo a reconhecer há já algum tempo a confiança organizacional como um factor influenciador na forma como as empresas são governadas especialmente em empresas de reduzida dimensão (Bromiley e Cummings 1995).

Esta abordagem assenta no facto de que as pessoas são oportunistas e têm interesses próprios (*self interested*); por isso no que toca aos custos económicos das transacções, esta nova abordagem serve para compreender os constrangimentos e mecanismos sancionatórios que existem para reforçar a confiança. Nesta visão, é geralmente assumido que a confiança apenas é possível em grupos pequenos de empresas, onde existe uma repetida interacção e é explicada essencialmente por cálculos e mecanismos de controlo hierárquico que proíbem o comportamento em benefício próprio.

Powel (1996) identifica e explora quatro tipos de “Confiança Organizacional”:

- Primeiro é a confiança ao operar em empresas geograficamente aproximadas, que parecem trabalhar em áreas diferentes, mas que unidas constroem uma grande rede de negócios. O autor afirma que o risco individual do negócio é atenuado pela confiança que desenvolve uma infra-estrutura co-operativa, que depende não só da proximidade geográfica mas também das relações sociais estabelecidas;
- A segunda é a confiança no desenvolvimento do campo tecnológico. Este é um tipo de confiança não calculável pois envolve a partilha de ideias e conhecimentos;
- A quarta é a confiança desenvolvida em grupos empresariais pequenos e coesos. Como exemplo, é de referir os grupos empresariais japoneses onde a confiança depende da reputação de cada indivíduo;
- Por último, o autor refere a confiança em alianças estratégicas, que normalmente é assinalada através da elaboração de contratos com parceiros económicos.

Também Roberts (2001b) refere a “confiança organizacional” como um processo de socialização que complementa o processo individual de controlo. A responsabilidade através da vigilância, monitorização e controlo é concebido não como uma alternativa

inferior à confiança, mas sim como uma solução ao problema da confiança que se coloca quando existe distância.

Estes mecanismos de controlo são ainda embrionários e necessitam de uma pesquisa mais aprofundada. Contudo estas novas abordagens apresentam um valor acrescentado para as matérias de governo das sociedades na medida em que encaram a organização não como um mecanismo de produção, mas como uma organização social e um fórum de inovação e de criação de conhecimento. A relevância da organização como uma entidade social transforma a problemática do governo das sociedades num problema mais complexo em que o foco apenas na protecção dos investidores passa a ser substituído/dividido com a problemática da responsabilização dentro da organização.

A confiança organizacional nos grupos empresariais de pequena dimensão é um dos mecanismos internos de governo das sociedades. No entanto, quando a questão da distância (nomeadamente entre os gestores e os accionistas se coloca), uma das formas de estabelecer confiança é através do controlo e monitorização.

A confiança organizacional também foi estudada em termos de impacto na produção da empresa, e foi proposto como uma condição para atingir um nível superior de desempenho na empresa (Sako, 1998).

2.3.3 RESUMO

Como já foi possível mencionar anteriormente, a existência de diversos mecanismos de controlo do governo das sociedades, tende a minimizar os problemas de agência dentro das organizações, sejam elas de grande, média ou reduzida dimensão.

Podemos encontrar mecanismos externos às empresas, como:

- A concorrência no mercado para os produtos de cada empresa;
- A monitorização de gestores por outros gestores;
- Legislação que proteja os investidores; e
- As políticas macroeconómicas.

Para além destes, encontramos também mecanismos de controlo internos, como:

- A presença de accionistas maioritários no capital das empresas, uma vez que estes têm maiores incentivos para a monitorizar o comportamento dos gestores das empresas do que os accionistas minoritários;
- A constituição do órgão de administração. Segundo alguns autores, quantos mais gestores existirem nos quadros da empresa, maiores tenderão a ser os problemas de agência, uma vez que será mais difícil estabelecer uma coordenação, flexibilidade e comunicação entre todos os gestores de modo a que prossigam os objectivos da empresa. Da mesma forma, a maioria dos autores recomendam que exista pelo menos um membro independente nos quadros da empresa, uma vez que estes dão uma substancial contribuição na monitorização do desempenho e conduta dos membros da administração com funções executivas, enaltecendo assim a responsabilidade da empresa;
- A profissionalização da gestão, pelo facto de que uma empresa gerida por profissionais da área dar um maior grau de confiança a todos os accionistas, credores ou interessados;
- A existência de acções detidas por membros do órgão de administração, defendendo alguns autores, que o facto de os membros do órgão de administração possuírem acções da empresa, os seus interesses tenderão a estar mais alinhados com os interesses da empresa e dos restantes accionistas e *stakeholders*;
- A atribuição de prémios de desempenho. De acordo com a teoria financeira, a atribuição de prémios de desempenho tais como, bónus ou revisões salariais, servem como forma de incentivar os gestores a implementar acções que acrescentarão valor à empresa;
- O efeito de alavanca, uma vez que segundo alguns autores, a contracção de dívida por parte das empresas, pode ser encarado como uma forma de a empresa demonstrar aos accionistas a sua boa vontade em distribuir *cash-flows* e que a rendibilidade esperada dos capitais próprios tende a aumentar;
- A politica de distribuição de dividendos. Dividendos elevados, aumentam a probabilidade de a empresa ir vender acções no mercado de capitais, levando a seja investigada pelo bancos, fornecedores de capital, etc., aumentando consequentemente a segurança dos seus investidores;
- E por fim, a existência de parcerias e relações informais entre empresas, uma vez que fomentam a confiança entre empresas, levando consequentemente a maior segurança dos seus investidores nas empresas em causa.

2.4 REGULAMENTAÇÃO DO GOVERNO DAS SOCIEDADES

A sucessão de escândalos financeiro que afectaram os Estados Unidos e a Europa, nomeadamente a ENRON (2001), assim como a WorldCom, Nortel, Parmalat, Vivendi, relançou³ a importância da problemática do governo das sociedades.

No entanto, ao longo do tempo foram surgindo vários códigos em diversos países, que tentaram regulamentar esta problemática. Alguns dos códigos, passaram mesmo a ser uma referência, nomeadamente o “Relatório Cadbury” de 1992 no Reino Unido, que constituiu o primeiro Código de Boas Práticas de Governo e os “Princípios de Governo das Sociedades” da OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico) de 1999, e revisto em 2004. Assim, como exemplo, os princípios da OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico) foram adoptados como referência para a elaboração de vários códigos de bom governo em diversos países da Europa, incidindo o seu conteúdo sobre problemas de governo que resultam da separação entre a propriedade e o controlo (a sua componente principal), assim como em problemas resultantes do poder exercido por determinados accionistas dominantes sobre os accionistas minoritários.

A partir daqui muitos outros códigos de bom governo se seguiram, nomeadamente, Alemanha, França, Holanda, Áustria, Bélgica, Canadá, Portugal, Brasil, etc., tendo os diversos países adaptado à realidade da sua economia e das suas empresas as regras de bom governo. No entanto e como mencionado por Del Brio e Esther (2005), todos eles tendem a reforçar a necessidade da independência dos auditores e analistas assim como o controlo tanto dos gestores como dos investidores institucionais. No sentido de proteger os accionistas minoritários, acentuam igualmente a necessidade de melhorar a transparência de informação. Focam aspectos tais como a remuneração dos gestores, de forma a aumentar a confiança dos accionistas no órgão de gestão da empresa.

Em 2002, o governo federal dos EUA aprovou a Lei Sarbanes-Oxley, com o objectivo de restaurar a confiança do público no governo das sociedades. Um dos aspectos base

³ O debate sobre este assunto há muito que se vinha fazendo, pelo menos no mundo académico, nomeadamente desde Berle e Means (1932) e mesmo Smith (1776) : a falta de eficácia de alguns dos mecanismos de governo das sociedades.

da mesma respeito ao controlo interno, à qualidade e à transparência do relato financeiro e à auditoria.

No caso português, não se verificou a elaboração de um código de bom governo, tendo no entanto a CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) integrado no seu normativo, um conjunto de recomendações dedicados essencialmente às sociedades de capital aberto, salientando no entanto que quaisquer dessas recomendações são de aplicação prática a todo o tipo de empresas. Foi no entanto, por via das Recomendações e Regulamentos publicados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), propostas desde 1999, sobre o Governo das Sociedades, que podemos falar de uma efectiva regulamentação sobre Governo das Sociedades em Portugal. O próprio Código das Sociedades Comerciais (CSC) português integra um conjunto de princípios e regras básicas de direcção e controlo dos vários tipos de sociedades comerciais, visando um bom governo das sociedades.

Em Portugal, podemos encontrar como principais textos legislativos em matéria de governo das sociedades, o Código de Valores Mobiliários e o Código das Sociedades Comerciais.

No Código das Sociedades Comerciais, constam os princípios e regras básicas de direcção e controlo dos vários tipos de sociedades comerciais, nomeadamente: composição, competência, poderes de gestão e deveres dos órgãos de administração, direitos e deliberações dos accionistas e fiscalização das sociedades (veja-se o Quadro 4):

“Os gerentes, administradores ou directores de uma sociedade devem actuar com a diligência de um gestor criterioso e ordenado, no interesse da sociedade, tendo em conta os interesses dos sócios e trabalhadores” (Art. 64º do CSC)

Quadro 4 – Governo das Sociedades e o Código das Sociedades Comerciais (CSC)

Entidade	Funções segundo o CSC
Conselho de Administração	<p>É de destacar o facto de o código prever que o Conselho de Administração pode encarregar um ou alguns administradores de se ocuparem de certas matérias de administração, permitindo obter padrões organizativos de coexistência de administradores executivos e não-executivos.</p> <p>O código estipula também a responsabilidade solidária de todos os administradores para com a sociedade pelo incumprimento dos seus deveres legais ou contratuais, definindo também regras quanto à responsabilidade daqueles para com os credores sociais, accionistas e terceiros.</p>
Conselho Fiscal	<p>O Código das Sociedades Comerciais (CSC) prevê ainda que a fiscalização das sociedades anónimas seja atribuída a um Conselho Fiscal ou Fiscal Único eleitos pela Assembleia-Geral. Embora a prática seja a de uma redução de funções do órgão de fiscalização à revisão das contas. O CSC prevê, para além desta função, que este órgão tenha também a função de fiscalizar a administração da sociedade e o cumprimento da lei e do contrato de sociedade.</p>
Accionistas	<p>Relativamente aos accionistas, o CSC define as suas principais obrigações e direitos, garantindo, salvo deliberação em contrário, o acesso a uma percentagem mínima dos lucros do exercício, e o poder de eleger e destituir os membros do Conselho de Administração, assim como fixar as remunerações de cada Administrador ou designar uma Comissão de Remunerações para o efeito. O CSC salienta ainda o facto de os accionistas, não poderem deliberar sobre matérias de gestão, a não ser que seja a pedido do Órgão de Administração.</p> <p>Relativamente ao voto, o CSC define que, salvo disposição estatutária em contrário, acada acção corresponde um voto.</p>

O Código de Valores Mobiliários, veio complementar as regras já existentes em matéria de organização e funcionamento das sociedades, incluindo já um conjunto de dispositivos dedicados especificamente às sociedades com capital aberto ao investimento público, no que respeita a deveres informativos, disciplina das deliberações sociais e protecção dos investidores (veja-se o Quadro 5).

Quadro 5 – Governo das Sociedades e o Código de Valores Mobiliários (CVM)

Items	Exigências do CVM
Exigência na Informação prestada aos accionistas	<p>Tendo em conta a natureza das sociedades abertas, o CVM (Código de Valores Mobiliários) é especialmente exigente na informação prestada pelas empresas ao público e quanto à transparência da vida societária. Desde logo o CVM obriga a que a qualidade de Sociedade Aberta seja mencionada em todos os actos praticados pela sociedade. É-lhes exigível ainda que para além da prestação de contas anual, seja disponibilizada informação semestral e trimestral sobre a sua eficácia, resultados e quaisquer outros factos que possam vir a afectar o preço das acções.</p> <p>O CVM impõe também aos titulares de participações qualificadas em sociedades abertas o dever de comunicação à CMVM de determinados factos relacionados com a sua participação nos direitos de voto, de modo a reforçar a transparência e controlo daquelas sociedades.</p> <p>A CMVM, para que seja assegurada a qualidade e fiabilidade da informação disponibilizada pelas empresas, exige um parecer ou relatório de um auditor sobre toda a informação de prestação de contas. Ressalva contudo que esse parecer deve ser emitido por auditores, cuja competência técnica não seja posta em causa, devendo estes ser idóneos e independentes em relação à sociedade.</p>
Protecção dos Interesses dos Investidores	<p>O objectivo primordial da CMVM é a protecção dos interesses dos Investidores. Para esse efeito e concretamente em relação aos Investidores não-institucionais das sociedades abertas, a CMVM prevê um conjunto de mecanismos destinados à defesa dos seus respectivos interesses: o serviço de mediação voluntária de conflitos em que estejam envolvidos e a constituição de fundos de garantia para ressarcimento de danos resultantes de actuação de intermediários financeiros.</p> <p>A CMVM, impõe a quem ultrapasse 90% dos direitos de voto de uma sociedade, a aquisição das acções remanescentes. Se esse direito não for exercido podem os titulares das acções remanescentes, por sua iniciativa, promover a venda dessas acções ao sócio dominante.</p> <p>Quanto aos Investidores Institucionais, a CMVM enfatiza apenas o reconhecimento da sua potencial influência no governo das sociedades de que são accionistas, o risco de conflitos de interesses com entidades com quem se encontrem em relação de grupo ou de domínio, a necessidade de níveis adequados de exposição nas sociedades participadas e a transparência de actuação enquanto accionista.</p>
Exercício do Direito de Voto	<p>Em relação ao exercício do direito de voto é de salientar o facto de a CMVM, a propósito das disposições do CSC, passou a admitir o voto por correspondência. Contudo prevê que este direito possa ser afastado pelos estatutos da sociedade.</p> <p>Tem também alguma relevância, o facto de o voto poder ser por correspondência electrónica, afirmando contudo que é necessário que a empresa disponha de meios técnicos para verificar a sua autenticidade.</p>

Procedemos de seguida a uma análise comparativa das Recomendações sobre Governo das Sociedades em Portugal e dos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades em que aquelas se baseiam.

A CMVM com o objectivo contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos nas actividades societárias – investidores, credores e trabalhadores, desenvolveu algumas recomendações, através do Regulamento 7/2001, posteriormente revisto em 2003 e em 2005, que se encontra estruturado como segue (veja-se o Quadro 6):

Quadro 6 – Recomendações da CMVM em Matéria de Governo das Sociedades

Recomendações da CMVM	Descrição das Recomendações da CMVM
I. Divulgação de Informação	Sob o princípio de que todos os accionistas devem ter igualdade de acesso a informação sobre a empresa, a CMVM recomenda que a sociedade crie um gabinete de apoio ao investidor, uma vez que esta é uma mediada que permite a centralização de todas as questões formuladas pelos investidores e permite os necessários esclarecimentos.
II. Exercício do Direito de Voto e representação de Accionistas	Nesta categoria a CMVM pretende eliminar algumas restrições relacionadas com direito de voto dos accionistas, recomendando que não deve ser restringido o exercício activo do direito de voto, quer por correspondência quer por representação., referindo que o órgão de administração deve exercer um controlo efectivo na orientação da vida societária de empresa. Refere também que o órgão de administração deve incluir um membro considerado independente e que não esteja associado a grupos específicos de interesses, devendo também criar comissões de controlo internas com atribuição de competências na avaliação da estrutura e governo societários. A remuneração destes órgãos deve ser divulgada anualmente em termos individuais, devendo ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesse destes com os interesses da sociedade. Quando a remuneração seja fixada por uma comissão de remunerações ou equivalente, estes devem ser membros independentes de quaisquer grupos. de interesses.
III. Regras Societárias	A CMVM recomenda a criação de um sistema interno de controlo para detecção eficaz de potenciais riscos ligados à actividade da empresa, de forma a salvaguardar o seu património e de tornar mais transparente toda a vida societária da empresa. Refere ainda que quaisquer medidas que sejam adoptadas para impedir o sucesso de ofertas públicas de aquisição deverão sempre respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas.
IV. Órgão de Administração	O órgão de administração é o destinatário que recebe maior número de recomendações, controlo efectivo da vida societária, existência de pelo menos um administrador não-executivo (independente), existência de comissões internas de avaliação da estrutura e governo societários, alinhamento da remuneração dos administradores com os fins da sociedades e a sua divulgação. A CMVM refere ainda que relativamente á aquisição / atribuição de acções e/ou opções da empresa por/a trabalhadores por órgãos de administração deverá ser elaborada uma proposta à Assembleia Geral, devendo as propostas ser suficientemente completas para permitir uam correcta avaliação dos planos de atribuição.
V. Investidores Institucionais	“Vários estudos têm revelado que a diligência dos investidores institucionais inerentes aos valores mobiliários sob sua administração, que é obrigatória por lei, contribui positivamente para o desempenho das sociedades cotadas”. <p style="text-align: right;">(In Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades cotadas)</p> A CMVM aconselha por isso a uma utilização diligente, eficaz e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários por parte dos Investidores Institucionais. É de ressaltar no entanto que esta quarta categoria, apesar de recomendada pela CMVM, não terá aplicação prática no estudo em causa, em virtude de os Investidores Institucionais apenas influenciarem empresas cotadas em bolsa. Apesar de a elaboração do referido Regulamento ter-se centrado na problemática das empresas cotadas, estas recomendações podem naturalmente ser seguidas também por sociedades cujas acções não estão admitidas a negociação em mercado regulamentado.

A estrutura das recomendações da CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários), é similar à das recomendações da OCDE (Organização para Cooperação e o Desenvolvimento Económico), conforme síntese que consta no Quadro 7 abaixo.

Quadro 7 – Recomendações da CMVM e da OCDE

CMVM	OCDE
	I. Assegurar a base de um enquadramento eficaz do governo das sociedades;
I. Divulgação de Informação	V. Divulgação de informação e transparência;
II. Exercício do Direito de Voto e representação de Accionistas	III. O tratamento equitativo dos accionistas; II. Os direitos dos accionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos;
III. Regras Societárias	
IV. Órgão de Administração	VI. As responsabilidades do Órgão de Administração.
V. Investidores Institucionais	IV. O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades;

3 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Neste ponto, procedemos à delimitação da questão e dos objectivos de investigação (ponto 3.1.), à caracterização da população alvo e da amostra do estudo (ponto 3.2), bem como do instrumento de recolha de informação (ponto 3.3.).

Procedemos igualmente à delimitação das variáveis a utilizar (ponto 3.4.). Por fim, referimo-nos aos procedimentos utilizados no tratamento dos dados e às hipóteses em estudo (ponto 3.5.).

3.1 QUESTÃO DE INVESTIGAÇÃO E OBJECTIVOS

Um bom governo das sociedades contribui significativamente para a geração /apropriação de valor por parte das empresas?

No presente estudo pretendemos analisar a relação existente entre o governo das sociedades e a geração/apropriação de valor por parte das empresas, determinando-se o impacto de práticas de governo no desempenho da empresa.

Tal objectivo será alcançado com a elaboração de um “índice”, que terá por base a regulamentação existente sobre a matéria, nomeadamente, as recomendações da CMVM e os Princípios da OCDE sobre governo das sociedades. O referido “índice” medirá o grau de cumprimento e aplicação pelas empresas da amostra, das recomendações sobre o governo das sociedades.

É também objectivo deste estudo, investigar a relação de outros mecanismos de controlo, que não estejam incluídos no “índice”, com a criação de valor e/ou desempenho das empresas, nomeadamente:

1. Presença de accionistas minoritários no capital da empresa;
2. Constituição / organização do órgão de administração da sociedade;
3. Participação dos gestores no capital social das empresas;
4. Profissionalização da gestão;
5. Existência de prémios de desempenho com base nos resultados da sociedade;
6. Existência de efeito de alavanca.

Observe-se, que um bom governo das sociedades pode ter impacto positivo no valor da empresa, dado que:

- Aumenta a confiança dos investidores na empresa, tornando-a aos olhos destes como empresas menos arriscadas para investir, exigindo estes por isso mesmo uma taxa de retorno do capital mais baixa;
- As empresas mais bem governadas poderão efectuar operações mais eficientes, resultando daí uma expectativa de geração de *cash flows* futuros mais elevados e uma taxa de rendibilidade dos capitais próprios esperada mais elevada (melhor desempenho).

A população do estudo é composta por empresas inseridas no grupo empresarial da zona centro do país, denominado por Grupo Lena, que caracterizamos a seguir (ponto 3.2.).

De forma sucinta, o presente estudo, pretenderá:

- ✓ Estudar empresas que constituem o universo “Grupo Lena”;
- ✓ Tendo em conta a aplicabilidade, determinar o grau e de aplicação das recomendações da CMVM e da OCDE, nestas empresas;
- ✓ Analisar a relação entre o cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE com a criação de valor e/ ou com o desempenho da empresa;
- ✓ Relacionar outros mecanismos de controlo interno com a geração/apropriação de valor por parte das empresas.

3.2 A POPULAÇÃO DO ESTUDO E A AMOSTRA

A escolha da população para o estudo, teve por base para além do facto de este grupo empresarial pretender a médio prazo que parte do seu capital seja cotado em bolsa de valores, o que torna a aplicação dos princípios de governo das sociedades obrigatórios, ainda o facto de a recolha de informação se encontrar muito facilitada uma vez que existe uma relação profissional entre a autora do trabalho e o referido grupo empresarial.

O Grupo Lena é um grupo económico de cariz marcadamente familiar, tendo iniciado o seu percurso de crescimento com o seu fundador Sr. António Vieira Rodrigues, na década de 50 na área das terraplanagens. Actualmente é um grupo privado português, com mais de 60 empresas, com actuação em diversas áreas e presente em vários mercados internacionais.

Tendo em conta a diversidade de negócios das empresas, e em resultado de um processo de uniformização de procedimentos de gestão, o Grupo Lena encontra-se organizado, numa holding denominada “Lena SGPS, S.A.” e em várias *sub-holdings* por áreas de negócio, denominadas internamente por Conselhos Estratégicos.

A *holding* é composta por várias direcções de apoio estratégico que prestam “apoio” a todas as empresas do grupo. Estas encontram-se estruturadas por áreas, sendo elas:

- Direcção Financeira;
- Direcção de Recursos Humanos;
- Direcção de Sistemas de Informação;
- Direcção de Marketing;
- Apoio à Administração.

As várias *sub-holdings*, que até há pouco tempo se enquadravam em nove conselhos estratégicos, encontram-se hoje organizadas em apenas seis conselhos estratégicos (como é possível constatar através do organigrama no apêndice I) cada um com a sua própria focagem, mas com uma mesma filosofia: acrescentar valor de forma sólida e rigorosa.

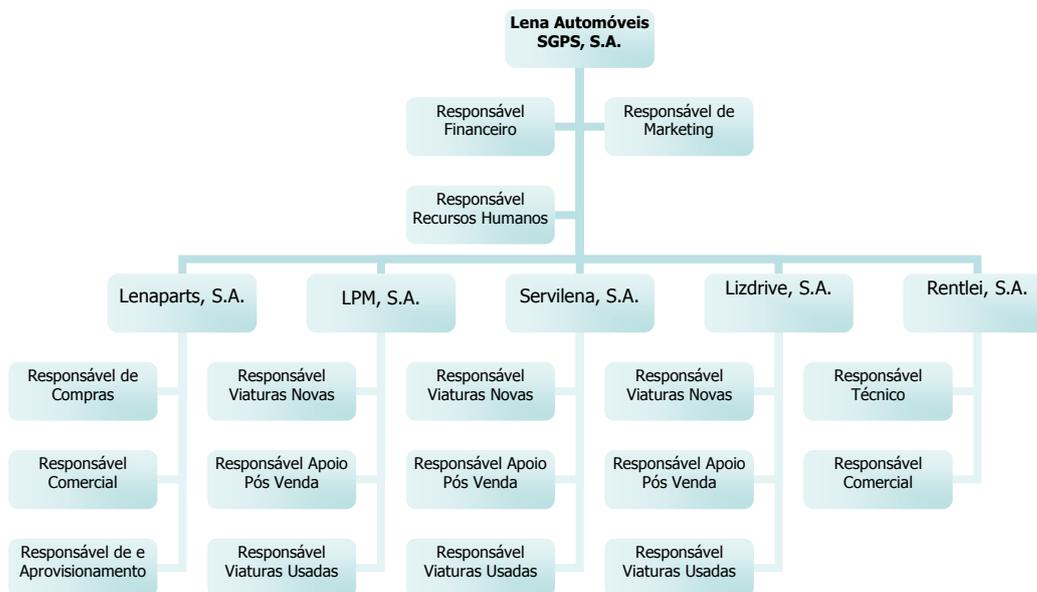
1. Automóveis;
2. Construção;
3. Turismo e Serviços;
4. Comunicação;
5. Ambiente e Energia;
6. Internacional.

O Grupo Lena tem ainda participações minoritárias em diversas empresas, as quais estão enquadradas no grupo “*Outras Participações*”.

A estrutura de governo das empresas difere de acordo com a sua própria organização interna, podendo existir uma estrutura vertical ou horizontal:

- ✓ Estrutura Vertical – Na estrutura vertical, o órgão de administração de cada empresa é composto por diversos membros, exercendo pelo menos um deles funções executivas na empresa, a qual se enquadra na *sub-holding*. Em muitas situações, os membros do órgão de administração são comuns a várias empresas (normalmente inseridas na mesma *sub-holding*), divergindo apenas o

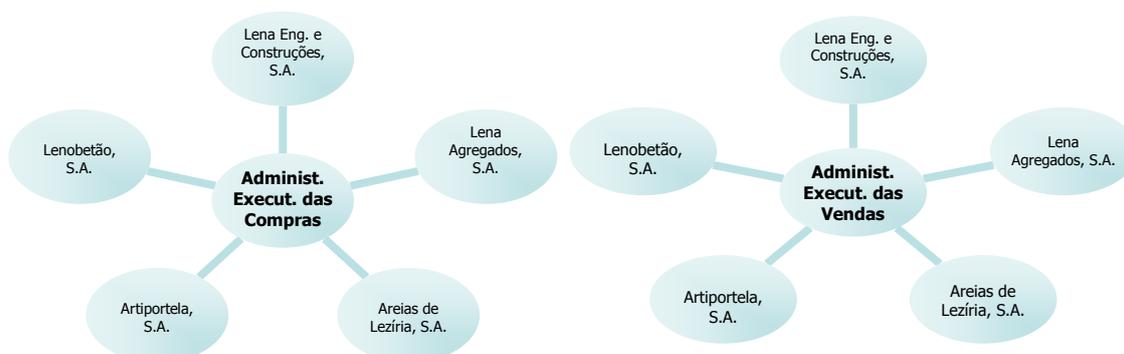
administrador executivo responsável. Exemplifique-se com a Lena Automóveis SGPS, S.A (Figura 2).



Fonte: Elaboração própria através de documentos internos do Grupo Lena

Figura 2- Holding da Lena Automóveis, SGPS, S.A.

- ✓ Estrutura Horizontal – Na estrutura horizontal, os membros do órgão de administração são comuns a várias empresas inseridas na mesma *sub-holding*. No entanto, cada um deles (por vezes mais do que um) é responsável apenas por alguma(s) área(s) do negócio. Exemplo: um administrador executivo para a área de compras de todas as empresas da *sub-holding*, um administrador executivo para a área financeira de todas as empresas da *sub-holding*, um administrador executivo para a área de recursos humanos de todas as empresas da *sub-holding*, etc). Exemplifique-se com a *holding* da Construção, Figura 3:



Fonte: Elaboração própria através de documentos internos do Grupo Lena

Figura 3- Holding da Construção (Grupo Lena).

O presente estudo englobou tanto sociedades anónimas como sociedades por quotas, inseridas no grupo empresarial “Lena”. Foram enviados questionários a 65 empresas, das quais 47 são sociedades anónimas e 18 são sociedades por quotas. A amostra do estudo é composta por todas as empresas que responderam ao questionário, 57 empresas, o que correspondeu a uma taxa de resposta de 87%.

Quadro 8- N.º de Empresas que Responderam ao Questionário

Tipo de Sociedade	N.º de Empresas
Sociedades Anónimas	42
Sociedades por Quotas	15
Total	57

3.3 A RECOLHA DE INFORMAÇÃO - QUESTIONÁRIO

Em virtude de em Portugal os dados sobre Governo das sociedades serem limitados, tal como Drobetz *et al.* (2003) e Alves e Mendes (2001) também salientam nos respectivos estudos, foi elaborado um questionário para ser possível a construção de um “índice” que represente o grau de cumprimento das recomendações da CMVM e dos Princípios da OCDE sobre o bom Governo das sociedades, relativamente aos anos de 2005 e 2006.

O questionário foi desenhado tendo como base o elaborado por Drobetz *et al.* (2004) e o da CMVM (2002) – 4º Inquérito da CMVM sobre Práticas Relativas ao Governo das Sociedades Cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da Euronext Lisboa. As questões retidas incidem sobre:

- I. Gestão da empresa e governo da sociedade;
- II. Regras societárias;
- III. Divulgação e transparência de informação;
- IV. Exercício do direito de voto e representação dos accionistas;
- V. Órgão de administração ou gestão (conforme o tipo de sociedade);
- VI. Órgão de fiscalização;
- VII. Outras informações de carácter geral sobre a empresa, nomeadamente, a composição do Conselho de Administração;
- VIII. Estrutura accionista e concentração de capital.

Excepto nos grupos VII e VIII, as questões na sua maioria requeriam uma resposta usando uma escala de *Likert* de 5 pontos (1-mínimo e 5-máximo). Foi escolhida esta escala de resposta dado ser a ideal para atingir o objectivo final do questionário – graduar numericamente as respostas - tendo em conta que se pretendia que o inquirido indicasse em cada questão/resposta o seu nível de aplicação, importância ou qualidade (conforme solicitado).

No processo de recolha de Informação, foram utilizadas também as Demonstrações Financeiras da Empresa, nomeadamente o Balanço, a Demonstração de Resultados e o Anexo ao Balanço e Demonstração de Resultados, relativos ao exercício económico de 2006. Para esclarecimento de dúvidas, relativamente a alguns dados, foram inquiridas telefonicamente as pessoas que tinham procedido ao preenchimento dos questionários em cada empresa. Na recolha de informação, beneficiámos igualmente do apoio da Direcção de Apoio Estratégica da Lena SGPS, S.A..

Os itens do questionário, para além de fornecerem dados para a determinação do “índice” de cumprimento dos princípios definidos pela CMVM e pela OCDE, fornecem igualmente informação relativa aos mecanismos de controlo adicionais a incluir no estudo. Estes mecanismos de controlo, nomeadamente composição do órgão de administração, presença de accionistas maioritários, percentagem de capital detido por membros do órgão de administração, profissionalização da gestão, percentagem de prémios de desempenho com base na massa salarial dos membros do órgão de administração, e nível de endividamento, tenderão a dar resposta aos problemas de agência evidenciados neste tipo de empresas, sendo determinado um indicador quantitativo, para posterior relação com um indicador de desempenho.

3.4 AS VARIÁVEIS E OS DADOS

Com base na revisão bibliográfica exposta anteriormente e em função do universo de empresas em estudo, foram definidas as variáveis que se seguem tidas como as que se afiguram como merecedoras de maior destaque e conseqüentemente mais adequadas ao objectivo do presente trabalho.

3.4.1 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

A) Índice de Governo das Sociedades (ICG)

À semelhança de Drobetz *et al.* (2004) e Black *et al.* (2005), para testar a relação entre a adopção de boas práticas de governo das sociedades e outros indicadores, foi elaborado um “índice” de governo das sociedades. O referido “índice” (ICG) pretende medir o grau de cumprimentos dos Princípios/recomendações da OCDE e da CMVM sobre o governo das sociedades. Como tal, e como já foi mencionado, foi elaborado um questionário à população em estudo, tendo todas as questões do questionário excepto os grupos I, VII e VIII, contribuído para a construção do referido “índice”.

As questões inseridas no grupo I (Gestão da Empresa e Governo das Sociedades), apesar de o questionário ter sido submetido a um teste prévio, suscitaram algumas dúvidas, tendo induzido alguns inquiridos a fornecer respostas que não correspondiam à realidade. Neste seguimento, e para que as referidas respostas não levassem a obter resultados enviesados, as 4 questões que correspondiam a este subgrupo do questionário não foram tidas em conta para a construção do referido “índice”.

As questões dos grupos VII e VIII, não foram tidas em conta para construção do “índice” representativo do cumprimento das recomendações/princípios de governo das sociedades, uma vez que eram destinadas a recolher informações relacionadas com os outros mecanismos de controlo, que analisamos no ponto 3.4.1.B).

Na construção do “índice” seguimos os seguintes procedimentos, buscando-se simplicidade e transparência:

- Em primeiro lugar, a cada uma das respostas do questionário, obtidas com uma escala de *Likert* de cinco pontos, foi atribuída uma pontuação de 1 (mínimo) a 5 (máximo). Somámos as respostas por empresa, o que no questionário das sociedades anónimas correspondia a 43 perguntas e nas sociedades por quotas a 37 questões;
- Em segundo lugar, para obter um valor “normalizado” de 1 a 100, os resultados foram divididos pelo máximo possível (215 pontos para sociedades anónimas e 185 pontos para sociedades por quotas);
- Em terceiro lugar, como as respostas respeitavam a dois anos, a percentagem representativa do grau de cumprimento dos princípios/recomendações da OCDE e da CMVM, resultou da média simples dos resultados dos dois anos (por empresa).

Para além do “índice” global, foram determinados vários “sub-índices”, representativos de apenas algumas áreas do governo das sociedades, tendo sido tido em conta as várias

divisões em que se encontrava organizado o questionário, nomeadamente as que constam do Quadro 9.

Quadro 9 – Sub-índices Representativos de Algumas Áreas do Governo das Sociedades

Sociedades Anónimas	Sociedades por Quotas
1.Regras Societárias (ICG-RS)	1.Regras Societárias (ICG-RS)
2.Divulgação e Transparência de Informação (ICG-DTI)	2.Divulgação e Transparência de Informação (ICG-DTI)
3.Exercício do direito de Voto e Representação dos Accionistas (ICG-DVRA)	3.Exercício do direito de Voto e Representação dos Sócios (ICG-DVRA)
4.Órgão de Administração (ICG-OA)	4.Gerência (ICG-OA)
5.Órgão de Fiscalização (ICG-OF)	5.Órgão de Fiscalização (ICG-OF)

B) Outros Mecanismos de Controlo

1. Constituição /Organização do Órgão de Administração da Sociedade

O facto de o órgão de administração ter como função principal, monitorar e disciplinar a gestão da empresa, garantindo que esta é gerida em função dos interesses dos accionistas, dá origem a que este seja um outro importante mecanismo de controlo interno do governo das sociedades.

Tendo em conta as características e especificidades da população estudada, assim como o defendido na literatura, foram identificados dois mecanismos de controlo interno:

- ✓ Dimensão do órgão de administração;
- ✓ Composição do órgão de administração.

Quadro 10 – Mecanismos Internos - Constituição e Organização do Órgão de Administração

Mecanismo de Controlo Interno	Análise
Dimensão do Órgão de Administração	<p>Para analisar este mecanismo de controlo, foram utilizados duas variáveis:</p> <ul style="list-style-type: none"> - N.º de membros que compõem o Órgão de Administração da Sociedade (NMCA) - questão n.º 42 a) nas sociedades anónimas e questão 36 a) nas sociedades por quotas; - N.º de membros com funções executivas que compõem o Órgão de administração da Sociedade (NMCAFE) - questão 42 b) para as sociedades anónimas e questão 36 b) nas sociedades por quotas. <p>Menciona-se que a variável NMCAFE, tem como função, completar a variável NMCA, uma vez que a primeira aborda a questão da dimensão do órgão de administração das empresas, mas de uma outra perspectiva (apenas os membros que exercem funções executivas). De facto, internamente e tendo em conta o caso específico do Grupo Lena, os membros do órgão de administração se encontram “separados” entre executivos e não executivos, sendo os membros executivos os que participam diariamente na gestão e tomada de decisões das empresas e os membros não executivos os que apesar de participarem na tomada de decisões das empresas não o fazem diariamente, mas apenas quando solicitado ou necessário.</p>
Composição do Órgão de Administração	<p>Apesar de estudos efectuados por diversos autores, nomeadamente Zhang (2002), Yermack (1996) e Dahya, <i>et al.</i>, (2002), terem revelado uma relação positiva e muito significativa entre o n.º de membros independentes no Órgão de Administração e a geração de valor para a empresa, quando questionadas as empresas sobre a <i>existência de pelo menos um membro independente ou que exerça funções não-executivas no órgão de administração, e que não esteja associado a grupos de interesse específicos dentro da empresa</i>, numa escala de 1 (não aplicado) e 5 (totalmente aplicado), todas as respostas foram semelhantes, apresentando o <u>1</u> como resposta.</p> <p>Este facto é justificável dado que, as empresas da amostra são de média dimensão, e os elementos que compõem o Órgão de Administração se encontram directa ou indirectamente ligados aos accionistas das referidas empresas, ou são eles mesmos accionistas das referidas empresas.</p> <p>Deste modo esta variável não será retida na análise posterior.</p>

2. Presença de outros accionistas no capital da empresa

Ao contrário da maioria dos estudos efectuados nesta área, não é objectivo do presente estudo abordar os efeitos da existência de grandes accionistas no desempenho/apropriação de valor pela empresa.

Em virtude de o estudo abranger um conjunto restrito de empresas inseridas no universo do “Grupo Lena” e em virtude de este ser detido directa ou indirectamente por um único accionista, pretende-se estudar não o impacto da existência de grandes accionistas no capital das empresas (uma vez que existe sempre um grande accionista – Lena SGPS, S.A.), mas sim o impacto na geração de valor/ desempenho da existência de outros accionistas que não a Lena SGPS, S.A. (empresa-mãe do Grupo Lena). Determinámos

assim, a percentagem de capital detido directa ou indirectamente por outros accionistas (que não a Lena SGPS, S.A.)- **(CDOA)**. - questão n.º 43 c) nas sociedades anónimas e á questão 37 c) nas sociedades por quotas, assim como pelo recurso a documentos internos ao Grupo Lena.

Deverá ser salientado o facto de este indicador representar o capital detido por outros accionistas que não a Lena SGPS, S.A., ou seja, se alguma empresa for detida directamente ou indirectamente a nível particular por qualquer um dos sócios da Lena SGPS, S.A., esse facto não se encontra aqui representado⁴.

3. Capital Social detido por membros do Órgão de Administração

Intuitivamente poderemos afirmar que se os gestores tiverem uma participação no capital social da empresa, tenderão a ponderar as suas decisões de uma outra forma, uma vez que tenderão a ver a empresa como “sua” mesmo que parcialmente. De facto, como afirmado por Jensen e Meckling (1976), num caso extremo em que o gestor da empresa detivesse 100% do capital desta não existiriam problemas de agência.

Para a análise deste mecanismo de controlo, percentagem de capital detido por membros do órgão de administração/Gestores **(CDMOA)**, foram utilizadas as respostas à questão n.º 44 b) nas sociedades anónimas e à questão n.º 38 a) nas sociedades por quotas.

4. Profissionalização da Gestão

Como afirmado por Zhenyu (2006), a profissionalização da gestão é um dos factores mais significativos e diferenciadores do governo das sociedades das grandes e das pequenas e médias empresas. Neste sentido, para o presente estudo, foi utilizada como variável representativa da profissionalização da gestão em cada empresa o n.º de

⁴ Para determinar a variável CDOA (capital detido por outros accionistas), teria sido ideal determinar a % de capital não detida directa ou indirectamente pela Lena SGPS, S.A., assim como por qualquer um dos seus sócios a nível individual e particular. Contudo, pela falta de dados que permitissem identificar a % de capital detida a nível particular pelos sócios da Lena SGPS, S.A. nas empresas, trabalhamos com os dados referenciados apenas à empresa mãe.

membros na Administração da empresa que detêm no mínimo o grau de bacharelato - questão 42. c) nas sociedades anónimas e questão 36. c) nas sociedades por quotas.

5. Existência de Prémios de Desempenho com base nos resultados da sociedade

Como mencionado por Jensen e Murphy (1990), na teoria, o facto de existir uma forte relação entre as compensações monetárias atribuídas aos gestores/administradores e o desempenho da empresa, poderá significar um alinhamento dos interesses dos accionistas e dos gestores/administradores das empresas. A variável **PDBR** (prémios de desempenho com base nos resultados) representa a percentagem de prémios de desempenho na massa salarial total dos gestores/administradores.

Os dados para a definição desta variável foram recolhidos através da questão n.º 40 do questionário direccionado às sociedades anónimas e da questão n.º 34 no questionário direccionado às sociedades por quotas.

6. Existência de Efeito de Alavanca

Como referido por Shleifer e Vishny (1997), o endividamento da empresa perante a banca, é uma forma de os credores exercerem controlo, e consequentemente dá origem a uma redução dos custos de agência.

Desta forma, o rácio representativo do endividamento (**ENDIV**) foi calculado de acordo com Lochard (2003), em que o rácio do endividamento é calculado com base nas dívidas a médio e longo prazo (mais de um ano) a dividir pelo total dos capitais próprios.

Apresentamos de seguida um quadro resumo (Quadro 11), das variáveis independentes e o sinal esperado da relação destas com as variáveis de desempenho.

Quadro 11 - Variáveis Independentes

Variáveis Independentes		Sigla	Fonte	Relação Esperada
Variáveis associadas ao Governo das Sociedades	ICG (Gestão da Empresa e Governo das Sociedades)	ICG-GEGS	Retirado do ponto n.º 1 do questionário	+
	ICG (Regras Societárias)	ICG-RS	Retirado do ponto n.º 2 do questionário	+
	ICG (Divulgação e Transparência de Informação)	ICG-DTI	Retirado do ponto n.º 3 do questionário	+
	ICG (Direito de Voto e Representação dos Accionistas)	ICG-DVRA	Retirado do ponto n.º 4 do questionário	+
	ICG (Órgão de Administração / Gerência)	ICG-AO/G	Retirado do ponto n.º 5 do questionário	+
	ICG (Órgão de Fiscalização)	ICG-OF	Retirado do ponto n.º 6 do questionário	+
	% de Cumprimento dos Princípios de Governo das Sociedades (Questionário) -	ICG	Retirado do total das respostas do questionário	+
	N.º de Membros do Concelho de Administração da Empresa	NMCA	Retirado do ponto n.º 42, a) (Soc. Anónimas) e do ponto n.º 36, a) (Soc. Por Quotas) do questionário	-
	N.º de Membros do Concelho de Administração com funções executivas	NMCAFE	Retirado do ponto n.º 42, b) (Soc. Anónimas) e do ponto n.º 36, b) (Soc. Por Quotas) do questionário	-
	Profissionalização da Gestão (n.º de membros com habilitações académicas)	PG	Retirado do ponto n.º 42, c) (Soc. Anónimas) e do ponto n.º 36, c) (Soc. Por Quotas) do questionário	+
	% de Capitais detida por Membros do Órgão de Administração	CDMOA	Retirado do ponto n.º 43 (Soc. Anónimas) e do ponto n.º 37 (Soc. Por Quotas) do questionário	+
	% de Prémios de Desempenho com base nos resultados	PDCBR	Retirado do ponto n.º 40 (Soc. Anónimas) e do ponto n.º 34 (Soc. Por Quotas) do questionário	+
	% de Capital detida por Outros Accionistas (minoritários)	CDOA	Retirado do ponto n.º 43 (Soc. Anónimas) e do ponto n.º 37 (Soc. Por Quotas) do questionário	-
	Grau de Endividamento (Efeito de Alavanca)	ENDIV	Retirado das Demonstrações Financeiras	+

3.4.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES

Nas Finanças Empresarias podemos encontrar diversas formas de medir a performance de uma empresa. A grande maioria das empresas de pequena ou média dimensão não se encontram cotadas em bolsa, e por isso o rácio Q de *Tobin* normalmente utilizado para medir a performance de empresas cotadas em bolsa, não é nestes casos viável. Assim, a performance financeira de empresas de pequena e média dimensão é medida normalmente pelo EBITDA (Anderson e Reeb, 2003; Eisenberg, *et al.*, 1998; Berger e Udell, 1995). Este indicador é superior ao Resultado Líquido, porque não tem em conta os efeitos do financiamento efectuado pela empresa nem os impostos a que ela se encontra sujeita.

No presente trabalho, apresentamos os resultados obtidos, utilizando indicadores como a Rendibilidade Operacional do Activo antes de Impostos (ROE), assim como o indicador de performance ROAEBITDA, que mede a Rendibilidade Operacional do Activo antes de Amortizações, Provisões e Impostos. Para além destes, foram utilizadas medidas alternativas da performance das empresas, que incluem a Rendibilidade das Vendas e a Rendibilidade dos Capitais Próprios.

Assim, para o presente estudo e por se entender que seriam os que melhor representariam o desempenho das empresas estudadas, para além de estes serem os utilizados internamente no Grupo Lena para medir o desempenho das empresas, foram seleccionados os 5 rácios, que constam do Quadro 12, abaixo. São eles:

Quadro 12 – Indicadores de Performance

	Variáveis Dependentes	Sigla	Rácio
Variáveis de Desempenho Financeiro	Rendibilidade dos Capitais Próprios	ROE	Resultado Líquido / Capitais Próprios
	Rendibilidade do Activo	ROA	Resultados Operacionais / Activo Total
	Vendas sobre o Activo Total	VAT	Vendas / Activo Total
	Rendibilidade do Activo utilizando o EBITDA	ROAEBITDA	EBITDA / Activo Total

Os dados para a elaboração dos rácios foram recolhidos das demonstrações financeiras de cada empresa.

3.4.3 VARIÁVEIS DE CONTROLO

Durante o ano em análise, 2006, alguns sectores de actividade podem ter evidenciado globalmente um melhor desempenho/resultados que outros. Este factor pode afectar directamente os resultados obtidos no presente estudo.

Para minimizar este impacto e em virtude de não ter sido possível aceder a dados que representassem a taxa de crescimento por sector durante o ano de 2006, foi utilizada como variável de controlo a taxa de crescimento (de 2005/2006) do VAB (Valor Acrescentado Bruto) por sector. Os dados foram recolhidos através do sítio do

Ministério das Finanças (Estatísticas – Contas nacionais trimestrais), onde os sectores empresariais se encontravam divididos da seguinte forma:

- ✓ Agricultura, Silvicultura e Pescas;
- ✓ Electricidade, Gás e Água;
- ✓ Indústria;
- ✓ Construção;
- ✓ Comércio, Restaurantes e Hotéis;
- ✓ Transportes e Comunicações;
- ✓ Actividades Financeiras e Imobiliárias;
- ✓ Outros Serviços.

A associação de cada empresa ao respectivo sector foi efectuada através do Código de Actividade Económica (CAE), conforme classificação do INE, com base na resposta dada no questionário efectuado.

3.4.4 VARIÁVEIS CARACTERIZADORAS DAS EMPRESAS DA AMOSTRA

Procedemos igualmente à caracterização da amostra atendendo a outro tipo de variáveis identificativas e distintivas das empresas estudadas, conforme Quadro 13, a saber:

Quadro 13 – Variáveis Caracterizadoras da Amostra

Variável	Caracterização
Volume de Negócios (VN)	Os dados recolhidos nas Demonstrações Financeiras. foram agrupados por classes como segue: 1) > = 500.000€ 2) 500.000€ - 10.000.000€ 3) >= 10.000.000€
Conselho Estratégico (CE)	Encontrando-se o Grupo Lena agrupado internamente por Conselhos Estratégicos, também as empresas estudadas foram agrupadas no Conselho Estratégico respectivo, nomeadamente: 1) Construção 2) Automóveis 3) Turismo e Serviços 4) Ambiente e Energia 5) Comunicação 6) Outras Participações.

3.5 O TRATAMENTO DOS DADOS E AS HIPÓTESES EM ESTUDO

Todas as análises foram efectuadas com recurso ao SPSS (*Statistic Package for the Social Sciences*) 13.0 para Windows e em alguns casos ao Excel.

- ✓ Depois de constituída a amostra, foi efectuada a sua caracterização estatística.

Procedemos igualmente à análise da intensidade e direcção da associação entre variáveis, recorrendo-se a medidas de associação, nomeadamente:

- ✓ Correlação de R Pearson, que mede o grau da correlação (e a direcção dessa correlação) entre duas variáveis. Análise efectuada com as variáveis dependentes e independentes;
- ✓ Coeficiente de Correlação Parcial de Pearson – para testar a relação de uma variável com as variáveis dependentes e independentes (análise efectuada com as variáveis dependentes, independentes e variável de controlo);
- ✓ Teste de Independência do Qui-Quadrado e o teste exacto de Fisher, através de tabelas de contingência que nos dizem em que medida é que os valores observados se desviam do valor esperado, caso as duas variáveis não estivessem correlacionadas. Análise efectuada com as variáveis independentes e as variáveis caracterizadoras das empresas.

Por fim, para testar as hipóteses do trabalho, foi utilizada a Regressão Linear Simples e a Regressão Linear Múltipla, à semelhança de trabalhos efectuados por outros autores, nomeadamente, Drobetz (2004), Zhang (2002) e Black (2005), como segue:

Modelo 1 – Modelo de Regressão Linear

$$Y_{ij} = \beta_0 + \beta_1 X_{1j} + \beta_2 X_{2j} + \dots + \beta_p X_{pj} + \varepsilon_j \quad (j=1, \dots, n)$$

Em que:

- B_1 = Coeficientes de Regressão
- β_0 = Ordenada na Origem
- ε_j = Erros ou resíduos do modelo
- X – Variável Independente
- Y = Variável Dependente

De acordo com a bibliografia consultada e os resultados obtidos noutros países em estudos semelhantes, espera-se que a criação de valor/desempenho por parte das empresas esteja directamente relacionada com o bom governo das sociedades. Isto é, que:

- O “índice” representativo do grau de cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE esteja positivamente relacionado com os indicadores de criação de valor/desempenho;
- Outros indicadores de governo das sociedades tenham, também eles, um impacto positivo no valor/ desempenho da empresa, enfatizando assim a importância do seu controlo e gestão.

É necessário ressaltar, que o bom governo das sociedades não garante por si só o sucesso das empresas, no entanto, uma má governação, pode levar uma empresa ao fracasso total. Contudo, prevê-se que o “indicador”, construído através dos questionários, para representar o grau de cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE, seja o factor mais determinante na variação positiva do valor/ desempenho da empresa. Espera-se, assim, corroborar a afirmação de Jensen e Meckling (1976) de que “a adopção de práticas de bom governo das sociedades, origina operações mais eficientes”, com o consequente reflexo no desempenho da empresa.

Pressuposto A:

H₀: Não existe qualquer relação entre o “índice” representativo do cumprimento dos Princípios de Governo das Sociedades e o desempenho das empresas.

H₁: Existe uma forte relação entre o cumprimento dos Princípios de Governo das Sociedades e o desempenho das empresas.

Modelo 2 – Pressuposto A

$$PRF = \beta_0 + \beta_1 ICG_1 + \varepsilon_j$$

Em que:

- PRF - corresponde às diversas variáveis dependentes (variáveis de performance), nomeadamente, ROE, ROA, VAT, ROAEBIT, ROAEBITDA.
- ICG – “Índice” representativo do cumprimento das recomendações/princípios da CMVM e da OCDE em matéria de Governo das Sociedades.

Espera-se uma relação positiva e significativa entre estas duas variáveis, tal ocorreu noutros estudos como os de:

- Del Brio e Maia-Ramires (2005) com empresas Espanholas. Os autores testaram o impacto das 22 recomendações do “Spanish Olivencia Code” no desempenho das empresas, tendo verificado uma relação positiva e muito significativa entre estas duas variáveis;
- Beiner, *et al.* (2004), usaram de forma semelhante ao presente estudo um questionário para testar o grau de cumprimento das recomendações do código de boas práticas de Governo das Sociedades Suíço, tendo detectado uma forte relação entre o grau de cumprimentos das recomendações e o valor da empresa.

Assim em consonância com os resultados dos autores mencionados anteriormente e pelo facto de o cumprimento das recomendações da OCDE e da CMVM, levarem a uma maior salvaguarda dos interesses da empresa assim como de todos os seus interessados, prevê-se que o ICG esteja fortemente e significativamente relacionado com o desempenho das empresas, demonstrando que mesmo as empresas não cotadas em bolsa (que não são obrigadas ao seu cumprimento), obtêm vantagens ao nível do desempenho ao cumprirem as recomendações da CMVM e da OCDE em termos de governo das sociedades.

Se a hipótese nula for rejeitada, complementarmente, será efectuada uma análise dos “sub-índices”, que correspondem a meras partes do ICG - “índice” representativo do cumprimento dos princípios/Recomendações da OCDE e da CMVM, testando qual delas exerce maior influência na relação entre o ICG e o desempenho.

Os modelos serão então:

Modelo 3– Pressuposto A

$$PRF_{ji} = \beta_0 + \beta_1 ICGRS_1 + \beta_2 ICGDTI_1 + \beta_3 ICGDRA_2 + \beta_4 ICGAO_1 + \beta_5 ICGOF_1 + \varepsilon_j$$

e

Modelo 4 - Pressuposto A

$$ICG_{ji} = \beta_0 + \beta_1 ICGRS_1 + \beta_2 ICGDTI_1 + \beta_3 ICGDVRA_2 + \beta_4 ICGAO_1 + \beta_5 ICGOF_1 + \varepsilon_j$$

Em que:

- PRF - corresponde às diversas variáveis dependentes (variáveis de desempenho), nomeadamente, ROE, ROA, VAT, ROAEBIT, ROAEBITDA.
- ICG - “índice” representativo do cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE;
- PRF - corresponde às diversas variáveis dependentes (variáveis de desempenho), nomeadamente, ROE, ROA, VAT e ROAEBITDA.
- ICGRS – Regras Societárias
- ICGDTI – Divulgação e Transparência de Informação
- ICGDVRA - Exercício do Direito de Voto e Representação dos Accionistas/Sócios
- ICGAO - Órgão de Administração/Gerência
- ICGOF - Órgão de Fiscalização

Mencionando ainda o trabalho desenvolvido por Del Brio e Maia-Ramires (2005), os autores detectaram, para além da relação positiva entre as 22 práticas de bom governo das sociedade e o desempenho das empresas, que os aspectos que mais contribuíram para essa relação diziam respeito à transparência da informação disponibilizada aos interessados da empresa e à qualidade do reporte de auditoria. Os resultados obtidos pelos autores evidenciam ainda que o valor da empresa aumenta ao mesmo tempo que os relatórios de auditoria evidenciam opiniões positivas, sendo consequentemente a compensação dos gestores mais elevada, e também que quanto menor é a dimensão da empresa, mais transparente é a informação fornecida aos interessados.

Assim, esperamos que no presente estudo os “índices” que mais contribuam para a relação entre o “índice” geral representativo do cumprimento das recomendações da OCDE e da CMVM sejam também eles os que dizem respeito à divulgação e transparência da informação e os relativos ao órgão fiscalização.

Como mencionado por Bushmana *et al.* (2004), as limitações das empresas em gerarem informação relevante como forma de monitorizar a gestão, influencia a estrutura da empresa, na medida em que afecta os custos subjacentes aos mecanismos de governo das sociedades. A informação financeira elaborada de acordo com os princípios

contabilísticos geralmente aceites (GAAP), tem um custo baixo, é credível e extensa. Na monitorização dos gestores, os accionistas não podem confiar apenas nas alterações dos preços das acções, eles necessitam de informação que explique a origem das alterações do valor da empresa. Por exemplo, em alguns casos, os gestores são forçados a elaborar periodicamente relatórios explicativos da alteração do preço das acções, justificando quais as acções de gestão que as originaram, as alterações que eram controláveis e as que não eram controláveis pela empresa (Bushman *et al*, 2004).

Pressuposto B:

H₀: Não existe qualquer relação entre os mecanismos de controlo (não inseridos no “índice” representativo do cumprimento dos Princípios de Governo das Sociedades), e o desempenho das empresas.

H₁: Os mecanismos de controlo (não inseridos no “índice” representativo do cumprimento dos Princípios de Governo das Sociedades) estão relacionados com o desempenho das empresas.

Para testar o pressuposto B, através de regressões lineares simples, usámos diversos modelos (tantos quantas as variáveis independentes relacionadas com os Outros Mecanismos de Controlo de Governo das Sociedades), teste 1 a 7, como segue (veja-se o Quadro 14):

Modelo 5 – Pressuposto B

$$PRF = \beta_0 \pm \beta_1 X_i + \epsilon_j$$

Em que:

- PRF - corresponde às diversas variáveis dependentes (variáveis de desempenho), nomeadamente, ROE, ROA, VAT, ROAEBIT, ROAEBITDA.
- X_i – Variáveis independentes que caracterizamos de seguida no Quadro 14.

Quadro 14 – Caracterização das Variáveis Independentes

Teste	Xi	Descrição	Relação esperada
1	NMCA	N.º de membros que compõem o Órgão de Administração da Sociedade.	Espera-se que esta variável esteja relacionada negativamente com a performance da Empresa, como abordado na literatura por Jensen (1993) e como testado por autores como Agrawal e Knoeber (1996) Kusnadi (2005), Lopez (2005), Yermarck (1996) e Bennedsen, Kongsted e Nielsen (2007).
2	NMCAFE	N.º de membros que compõem o Órgão de Administração da Sociedade e que exercem funções executivas na empresa	De referir que o teste 2 tem como função completar o teste 1, uma vez que aborda a questão da dimensão do órgão de administração das empresas, mas de uma outra perspectiva (apenas os membros que exercem funções executivas). Neste sentido e tendo como base os estudos dos diversos autores mencionados anteriormente, à semelhança do teste 1, é esperado que exista uma relação negativa entre a variável NMCAFE e as variáveis representativas da performance das empresas.
3	CDOA	% de capital social detido directa ou indirectamente por outros sócios/accionistas que não a Lena SGPS, S.A. (empresa-mãe)	No seguimento do defendido por Gugler e Yutolu (2003), Shleifer (1997), Hart (1995), e como testado por autores como Mansi e Reeb (2002) e Berghe e Carchon (2003), espera-se uma relação negativa entre o CDOA e a performance da empresa.
4	CDMOA	% de capital social detido por membros do Órgão de Administração/Gerência	Espera-se que esta variável esteja positivamente relacionada com a performance da empresa, corroborando o defendido por Jensen e Meckling, (1976), Beck e Zorn (1982), e testado por Zhang (2002), Schmid (2003), Chung e Pruitt (1995) e Mueller e Spitz (2001).
5	PG	N.º de membros no Órgão de Administração/Gerência que detêm no mínimo o grau de Bacharelato	De acordo com os resultados obtidos por autores como Shleifer, Burkart e Panunzi, (2003 e Zhenyu (2006), espera-se obter uma relação significativa e positiva entre as variáveis Profissionalização da Gestão e as variáveis representativas da Performance/Criação de Valor. Ou seja, espera-se que a existência de membros no órgão de administração com habilitações académicas acima do bacharelato, seja um factor gerador de mais valia para a empresa e conseqüentemente contribua para uma melhorer Performance/Criação de Riqueza.
6	PDBR	Percentagem de Prémios de Desempenho na massa salarial total dos gestores/administradores.	No seguimento do defendido por Jensen e Murphy, (1990), Zhenyu (2006), Del Brio e Maia-Ramires (2005) e Shleifer e Vishny, 1997 e de acordo com os resultados obtidos por Chung e Pruitt (1995), espera-se que a relação obtida entre a variável percentagem de prémios de desempenho com base nos resultados; e as variáveis representativas da Performance da empresa, se apresente significativa e positiva .
7	ENDIV	Rácio do endividamento da empresa	Como defendido teoricamente por autores como Jensen e Meckling (1976), Jensen (1986), Shleifer (1997), e de acordo com os estudos desenvolvidos por MacConnell e Servaes (1995), Safieddine e Titman (1999), espera-se uma relação positiva entre esta variável e a performance da empresa (apesar dos resultados obtido por Weil (2003).

Pressuposto C:

H₀: Não existe uma relação significativa entre o “índice” representativo do cumprimento dos Princípios/Recomendações de Governo das Sociedades (ICG), incluindo os Mecanismo de Controlo do Governo das Sociedades, e o desempenho/criação de valor para a empresa.

H₁: Existe uma relação significativa entre o “índice” representativo do cumprimento dos Princípios/Recomendações de Governo das Sociedades (ICG), incluindo os Mecanismo de Controlo do

Governo das Sociedades, e o desempenho/criação de valor para a empresa, sendo o seu modelo estatístico ajustado.

Para testar esta hipótese nula, o modelo que será de regressão linear múltipla, apresenta-se da seguinte forma:

Modelo 6 – Pressuposto C

$$PRF = \beta_0 + \beta_1 ICG_1 + \beta_2 NMCA_1 + \beta_3 NMCAFE_1 + \beta_4 PG_1 + \beta_5 CDMOA_1 + \beta_6 PDCR_1 + \beta_7 CDOA_1 + \beta_8 ENDIV_1 + \varepsilon_j$$

Em que:

- PRF - corresponde às diversas variáveis dependentes (variáveis de desempenho), nomeadamente, ROE, ROA, VAT, ROAEBIT, ROAEBITDA;
- ICG – “Índice” representativo do cumprimento das recomendações/princípios da CMVM e da OCDE em matéria de Governo das Sociedades;
- NMCA – N.º de membros que compõem o órgão de administração da sociedade;
- NMCAFE – N.º de membros que compõem o órgão de administração da Sociedade e que exercem funções executivas na empresa;
- CDOA – % de capital social detido directa ou indirectamente por outros accionistas que não a Lena SGPS, S.A.;
- CDMOA – % de capital social detido por membros do órgão de administração/gerência;
- PG – N.º de membros no órgão de administração que detêm no mínimo o grau de bacharelato;
- PDBR – percentagem de prémios de desempenho na massa salarial total dos gestores/administradores;
- ENDIV – Rácio do endividamento da empresa.

Se a hipótese nula, não se mostrar verdadeira, seleccionamos o “melhor modelo” explicativo de cada variável dependente (ROE, ROA, VAT e ROAEBITDA).

Apresentamos no ponto 4 que se segue, os resultados obtidos no estudo empírico.

4 RESULTADOS DO ESTUDO EMPÍRICO

Neste ponto, começamos por efectuar a caracterização estatística da amostra (ponto 4.1) e das variáveis (ponto 4.2). Efectuamos de seguida uma análise da associação entre as variáveis (ponto 4.3) e procedemos ao teste das hipóteses usando a regressão linear pelo método dos mínimos quadrados ordinários (ponto 4.4).

4.1 CARACTERIZAÇÃO ESTATÍSTICA DA AMOSTRA

A amostra do estudo, como já foi oportunamente mencionado, é representada por 57 empresas do Grupo Lena, que se encontram distribuídas pelos vários Conselhos Estratégicos, como é possível verificar na Figura 4.

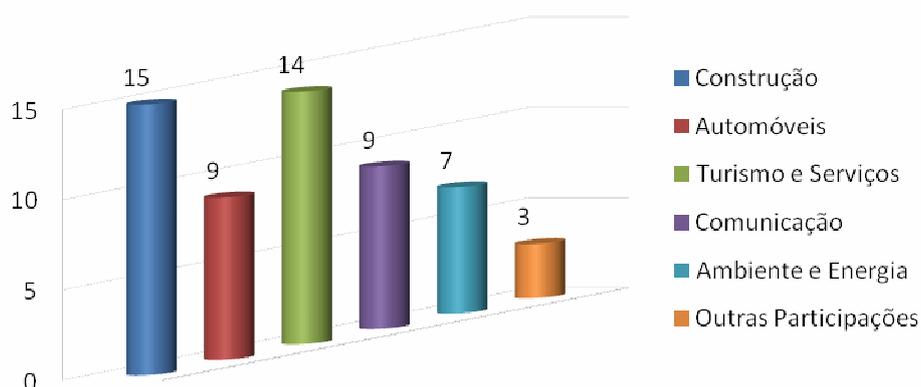


Figura 4 - N.º de empresas da amostra por Conselhos Estratégicos.

É possível ainda constatar através da Figura 5 supra, que o Conselho Estratégico com maior peso em termos de Volume de Negócio é o da Construção.

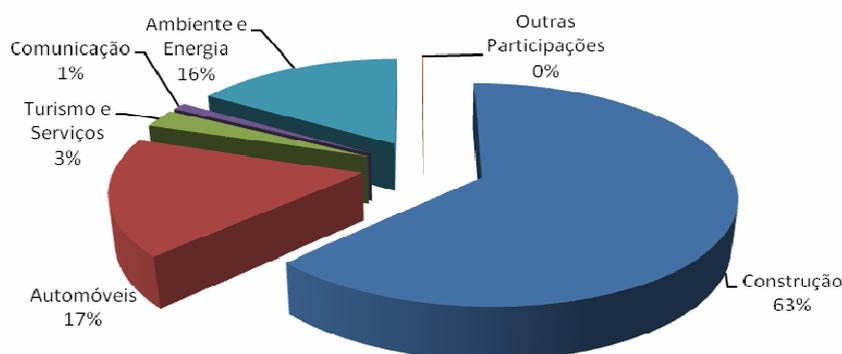


Figura 5 - Volume de negócio das empresas da amostra por Conselho Estratégico.

Apresentamos no ponto seguinte, através do Quadro 15, a caracterização estatística das variáveis independentes, de desempenho, de controlo e caracterizadoras das empresas.

4.2 CARACTERIZAÇÃO ESTATÍSTICA DAS VARIÁVEIS

A caracterização estatística das variáveis é apresentada no Quadro 15, onde se encontram resumidas as medidas de tendência central, e as medidas de dispersão.

Quadro 15 - Medidas de Tendência Central e de Dispersão

	Variáveis	N Valid	Mediana	Média	Desvio Padrão	Minimo	Máximo
Independentes	sub-índices						
	ICGRS	57	67,02%	70,00%	0,15	40,00%	100,00%
	ICGDTI	57	65,62%	63,33%	0,14	49,17%	94,17%
	ICGDVRA	57	57,35%	60,00%	0,17	20,00%	86,00%
	ICGAOG	57	48,73%	53,33%	0,12	23,33%	66,67%
	ICGOF	57	74,21%	75,00%	0,14	20,00%	100,00%
	ICG	57	62,20%	59,47%	0,10	44,67%	81,84%
	NMCA	57	4,12	3,00	1,84		
	NMCAFE	57	2,16	2,00	1,60		
	PG	57	1,25	1,00	1,14		
	CDMOA	57	18,15%	1,00%	0,27		
	PDCBR	57	0,95%	0,00%	0,03		
	CDOA	57	37,26%	37,50%	0,23		
ENDIV	57	140,01%	38,79%	2,63			
Performance	ROE	57	-5,52%	3,73%	0,55	-314,14%	67,77%
	ROA	57	2,64%	2,00%	0,10	-23,54%	49,43%
	VAT	57	88,52%	67,09%	0,93	0,00%	500,30%
	ROAEBITDA	57	8,65%	6,17%	0,16	-20,47%	84,39%
Controlo	VAB	57	0,33%	0,65%	0,02	-5,29%	4,74%
	VN	57	9.986.488 €	997.303 €	29.310.530	0 €	181.517.157 €
Caracterizadoras das Empresas	QP	57	34,93	8,00	95,95	0,00	559,00
	CE	57	3,67	3,00	2,81	0,00	9,00
	NAMIN	57	1,70	1,00	3,33	0,00	23,00

As medidas de localização permitem afirmar que existe um razoável grau de cumprimento dos princípios/recomendações da OCDE e da CMVM sobre Governo das Sociedades (ICG) por parte das empresas da amostra.

O facto de a média do ICG ser 59,4% e a mediana ser 62,20%, demonstra uma distribuição simétrica relativa dos dados apurados através do questionário. Verificamos ainda uma baixa variabilidade dos mesmos (0,10).

Os valores obtidos são superiores aos determinados pelo 6º Inquérito (2006) efectuado pela CMVM às empresas cotadas em bolsa, uma vez que neste se apurou um grau de cumprimento das recomendações da CMVM de 59,1%. Verificamos ainda que os valores obtidos são muito semelhantes aos valores obtidos no estudo efectuado por Drobetz *et al.* (2004), que correspondem a 58,46%.

Constatamos igualmente que são as recomendações/princípios que incidem sobre o órgão de fiscalização (75%) e sobre as regras societárias (70%) que mais pesam no “índice” global (ICG), (Figura 4 e Figura 5).

Este resultado permite-nos afirmar que em termos de aplicação de procedimentos que salvaguardam a integridade da informação financeira prestada aos accionistas e a todos os interessados, as empresas estudadas apresentam valores considerados aceitáveis e acima da média do ICG global.

Relativamente às regras societárias, é possível afirmar que em termos de código de conduta e de regulamentação interna, assim como ao nível dos sistemas de controlo interno de cada empresa, os valores obtidos são razoáveis e aceitáveis

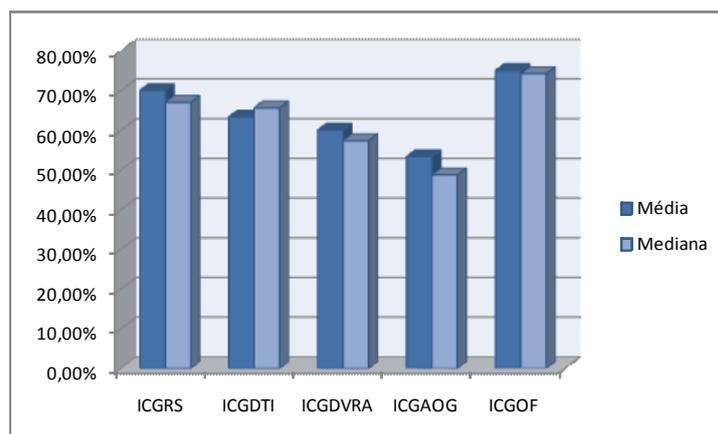


Figura 6 - Média e mediana dos sub-índices do ICG global

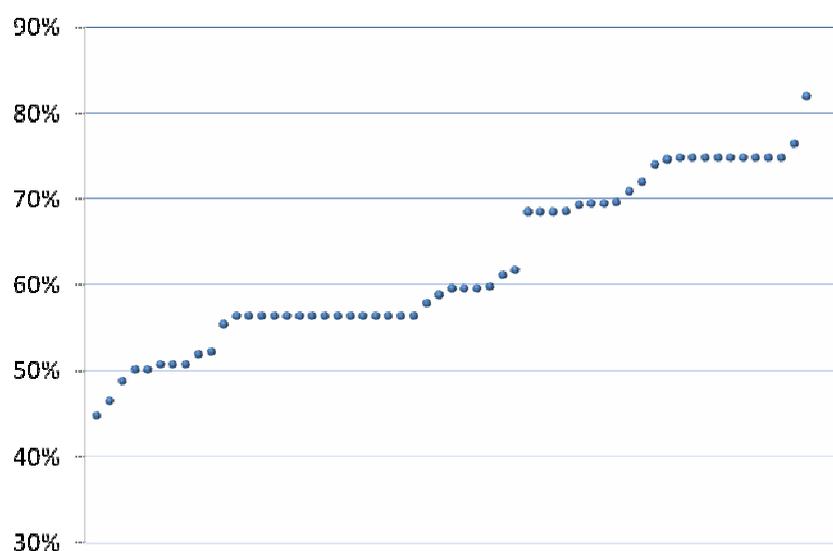


Figura 7- ICG por empresa.

É possível verificar ainda que as recomendações que incidem sobre o órgão de administração/gerência são as que apresentam uma média e mediana mais baixas (53,33% e 48,73%). Este facto poderá significar que existem ainda pontos a ser melhorados ao nível das práticas para um bom governo das sociedades, nomeadamente nos aspectos que incidem sobre o órgão de administração/gerência, pontos esses ao nível da independência de membros no órgão de administração, remuneração em função do desempenho, nomeação de gestores e políticas de remunerações, sendo de destacar os dois últimos.

Relativamente às práticas relacionadas com a divulgação e transparência de informação e com os direitos dos accionistas/sócios, os valores obtidos poderão ser considerados aceitáveis, sendo passíveis de melhorias. As melhorias deverão incidir essencialmente ao nível da divulgação de competências e funções dos vários membros e departamentos da empresa, assim como da política de distribuição de dividendos adoptada pela empresa, e ao nível da transparência da informação, nomeadamente, da informação que compõe o relatório de gestão e das transacções efectuadas com partes relacionadas.

Deverão ser também ser preconizadas melhorias ao nível da acessibilidade dos estatutos da empresa, voto por correspondência e acompanhamento das assembleias-gerais por meios de comunicação modernos (ex: Internet).

Relativamente ao n.º de membros que compõem o órgão de administração/gerência (NMCA), podemos afirmar que apesar de não haver um n.º ideal, uma vez que os Princípios/Recomendações da OCDE e da CMVM apenas fazem referência ao facto de o órgão de administração se dever ajustar à complexidade e à dimensão de cada empresa, a média apurada encontra-se dentro dos valores esperados: em empresas de grande dimensão e cotadas em bolsa foi apurado em 2005 um valor médio de 8,7 membros nos conselhos de administração. Estando o presente estudo a analisar empresas na sua maioria de dimensão muito menor, poderemos considerar os valores apurados razoáveis (média = 3 no órgão de administração).

A variável n.º de membros no órgão de administração/gerência (NMCAFE) indica que em média existem dois membros por empresa que exercem funções executivas. É de salientar que estes são valores médios, verificando-se em 3 empresas observadas um valor mínimo de zero. Este facto é justificado pelo facto de estas se encontrarem inseridas numa mesma sub-holding (Conselho Estratégico), em que os seus “Administradores Executivos” estão afectos à sub-holding e não à empresa directamente. Salienta-se ainda o facto de em média um dos membros do órgão de administração participar na tomada de decisões, mas não exercer funções “executivas”.

Ao analisarmos os dados relativos à profissionalização da gestão (PG), o facto de na maioria das empresas (para não dizer todas) os membros do Conselho de Administração serem accionistas de referência ou seus familiares, ilustra o facto de o conhecimento do negócio assim como a experiência, ainda prevalecerem em detrimento de factores como

a profissionalização da gestão (valor mínimo = 0). Constatamos ainda que existe uma distribuição relativamente simétrica, existindo em média 1 membro profissionalizado por empresa.

Relativamente aos dados apurados da variável independente CDMOA (percentagem de capital detida por membros do órgão de administração), pela análise da média (1%) e da mediana (18,15%) verificamos que existe uma grande fracção de membros do órgão de administração que detêm percentagens de capital muito reduzidas ou mesmo nulas (mínimo=0%).

Analisando os prémios de desempenho (PDBR) com base nos resultados, verificamos uma média igual a zero, o que significa que a maioria das empresas estudadas não adopta como prática a atribuição de prémios de desempenho aos seus administradores/gestores. Este facto contrasta com os valores apurados pela CMVM em 2005, em que 15,5% da remuneração dos membros do conselho de administração era variável ou baseava-se em atribuição de prémios de desempenho. Este valor sobe para 37,4% quando falamos em empresas integradoras do PSI-20 e para 46,4% quando são integradas empresas do sector financeiro.

Os dados relativos ao capital detido por outros accionistas (CDOA) reflectem o cenário já previsto, ou seja, o facto de a maioria das empresas ser detida directa ou indirectamente em mais de 50% do seu capital pela empresa-mãe (Lena SGPS, S.A.). Tal dá origem a que o capital detido por outros accionistas se centre, em média, nos 37,5%. Comparando estes dados com a mediana, verificamos uma distribuição muito assimétrica dos dados, assim como uma baixa variabilidade dos mesmos (desvio padrão de 0,23). Os valores máximos desta variável independente (CDOA) poderão ser estranhos à primeira vista: 100% de capital detido por outros accionistas. No entanto, tal justifica-se pelo facto de duas das empresas em estudo não serem detidas directamente nem indirectamente pela Lena SGPS, S.A., mas sim pelos sócios desta a título individual. Apesar de estas empresas de acordo com a sua estrutura de capital não integrarem directamente o universo Grupo Lena, são consideradas do grupo pelo facto da empresa-mãe e as referidas duas empresas terem sócios maioritários comuns.

Analisando agora de forma mais resumida as variáveis dependentes, constatamos que os valores em todas as variáveis apresentam grande disparidade. Os valores mínimos de

zero na variável VAT (volume de negócios a dividir pelo activo total), são justificáveis pelo facto de os dados corresponderem a *sub-holdings* (SGPS) que não tiveram volume de negócios durante o ano de 2006, uma vez que exerceram apenas uma função de “apoio” financeiro a empresas participadas.

Por este motivo, as empresas do presente estudo que apresentaram um volume de negócios nulo foram excluídas das análises que tomam como base o indicador de desempenho VAT.

4.3 ANÁLISE DA ASSOCIAÇÃO ENTRE VARIÁVEIS

Procedemos de seguida à análise da associação entre as variáveis, retendo-se o Coeficiente de Correlação de Person e o teste do Qui-Quadrado.

A aplicação e análise do Coeficiente de Correlação R de Pearson implica que os dados sejam oriundos de uma distribuição normal bidimensional. Para a realização deste teste, foi utilizado o teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e o teste de Shapiro-Wilk. Os resultados obtidos constam do Quadro 16, sendo possível concluir que todas as variáveis apresentam uma distribuição normal ($p < 0.05$).

Quadro 16 – Teste de Normalidade para Aplicação da Correlação R de Pearson

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
ICG	,188	57	,000	,915	57	,001
NMCA	,343	57	,000	,750	57	,000
NMCAFE	,311	57	,000	,783	57	,000
PG	,252	57	,000	,832	57	,000
CDMOA	,252	57	,000	,711	57	,000
PDCBR	,510	57	,000	,328	57	,000
CDOA	,125	57	,027	,949	57	,017
ENDIV	,297	57	,000	,562	57	,000
ROE	,311	57	,000	,657	57	,000
ROA	,215	57	,000	,803	57	,000
VAT	,185	57	,000	,808	57	,000
ROAEBITDA	,216	57	,000	,794	57	,000

a. Lilliefors Significance Correction

Em virtude de estarmos na presença de variáveis com uma distribuição normal bidimensional, procedemos à análise da correlação entre as variáveis, como se segue no Quadro 17.

Quadro 17 – Coeficiente de Correlação R de Pearson

		ICG	NMCA	NMCAFE	PG	CDMOA	PDCBR	CDOA	ENDIV	ROE	ROA	VAT	ROAEBITDA
ICG	Pearson Correlation	1,000	-.230	,011	,087	,316*	,237	-.110	,270*	,037	,199	-.085	,108
	Sig. (2-tailed)		,085	,934	,522	,017	,076	,417	,042	,782	,138	,531	,425
	N	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57
NMCA	Pearson Correlation		1,000	,780**	,530**	-.327*	,142	-.236	-.131	,119	,034	,070	,092
	Sig. (2-tailed)			,000	,000	,013	,291	,078	,333	,379	,801	,607	,496
	N		57	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57
NMCAFE	Pearson Correlation			1,000	,645**	-.288*	-.023	-.182	-.023	,106	,035	-.041	,019
	Sig. (2-tailed)				,000	,030	,868	,176	,866	,433	,798	,764	,886
	N			57	57	57	57	57	57	57	57	57	57
PG	Pearson Correlation				1,000	-.170	,208	,145	-.065	,121	,117	,028	,131
	Sig. (2-tailed)					,207	,121	,283	,632	,369	,387	,836	,332
	N				57	57	57	57	57	57	57	57	57
CDMOA	Pearson Correlation					1,000	,127	,332*	-.034	,070	,028	-.096	-.043
	Sig. (2-tailed)						,348	,012	,799	,605	,846	,475	,752
	N					57	57	57	57	57	57	57	57
PDCBR	Pearson Correlation						1,000	,090	,033	,137	,065	,389**	,142
	Sig. (2-tailed)							,504	,806	,310	,632	,003	,291
	N						57	57	57	57	57	57	57
CDOA	Pearson Correlation							1,000	-.050	-.123	-.192	,120	-.128
	Sig. (2-tailed)								,713	,360	,152	,372	,343
	N							57	57	57	57	57	57
ENDIV	Pearson Correlation								1,000	-.345**	-.101	-.024	-.047
	Sig. (2-tailed)									,009	,455	,859	,726
	N								57	57	57	57	57
ROE	Pearson Correlation									1,000	,530**	-.010	,371**
	Sig. (2-tailed)										,000	,941	,005
	N									57	57	57	57
ROA	Pearson Correlation										1,000	,135	,797**
	Sig. (2-tailed)											,318	,000
	N										57	57	57
VAT	Pearson Correlation											1,000	,154
	Sig. (2-tailed)												,252
	N											57	57
ROAEBITDA	Pearson Correlation												1,000
	Sig. (2-tailed)												
	N												57

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

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

Como era esperado, e segundo Pestana (2005), as variáveis dependentes têm entre si, em regra, uma correlação estatisticamente elevada, com graus de significância também muito elevados ($p < 0,01$). Esta relação entre as variáveis dependentes é justificada pelo facto de todas terem como base os resultados das empresas e representarem o desempenho/criação de valor na empresa

A única variável dependente que apresenta correlações muito baixas ($p < 0,2$) com as outras variáveis dependentes é a variável VAT (Vendas /Activo Total). Apesar de esta também ser uma variável que pretende representar o desempenho das empresas, não apresenta correlações tão significativas como as anteriores, uma vez que a sua base de cálculo não incide sobre os resultados, mas sobre as Vendas e Prestações e Serviços.

Através da análise das variáveis independentes é possível verificar uma forte correlação entre as variáveis NMCAFE e NMCA. Esta relação é facilmente justificável pelo facto de ambas as variáveis terem como base o n.º de membros do órgão de administração de cada empresa, estando o n.º de membros com funções executivas fortemente e

significativamente correlacionado com o n.º de membros do órgão de administração e vice versa.

É possível verificar ainda uma correlação considerada moderada (entre 0,53 e 0,78), mas muito significativa ($p < 0,01$) entre as variáveis PG, NMCA e NMCAFE. A justificação apresentada anteriormente é também aplicada neste caso, uma vez que as três variáveis têm como base o n.º de membros no órgão de administração.

Verifica-se uma relação baixa, no entanto significativa entre as variáveis ICG, NMCA, CDMOA, PDCBR e ENDIV, entre o NMCA, CDMOA e CDOA, entre NMCAFE e CMMOA e entre CDMOAS e CDOA.

Das relações mencionadas podemos concluir que:

1. Tanto o NMCA como o NMCAFE se encontram negativamente correlacionados com o CDMOA, ou seja, -10,69% da variação de CDMOA é explicada pelo NMCA e -8,29% pelo NMCAFE e vice-versa, isto é, quantos mais membros no órgão de administração das empresas menor o capital detido por estes;
2. 9,98% da variação verificada em ICG é explicada pelo CDMOA, (não fazendo sentido de forma directa o contrário) o que sustenta a teoria de que se os gestores/administradores detiverem uma parte no capital social da empresa os custos de agência serão reduzidos. Através do quadro de correlação entre o CDMOA e o ICGDVRA, ICGDTI, ICGAOG e ICGOF, é possível constatar que estes conflitos de agência são reduzidos essencialmente ao nível da Regras Societárias (ICGRS), do Direito de Voto e Representação dos Accionistas (ICGDVRA) e da Divulgação e Transparência de Informação (ICGDTI). Pelo facto de estes factores não serem mais do que meras “partes” do ICG, encontra-se justificada a sua relação com o CDMOA;

Quadro 18 – Correlação R de Person entre CDMOA e ICG's Parciais

		CDMOA	ICGRS	ICGDTI	ICGDVRA	ICGAOG	ICGOF
CDMOA	Pearson Correlation	1,000	,264*	,256	,255	,242	-,101
	Sig. (2-tailed)		,047	,054	,056	,069	,453
	N	57,000	57	57	57	57	57

3. Com um nível de significância de 0,05, 11% do CDMOA é explicado pelo CDOA. Este facto, é o resultado de na maioria das empresas que pertencem ao

Grupo Lena os denominados “Outros Accionistas” exercerem funções executivas e ocuparem “cargos de topo” nas ditas empresas;

4. 7% do ICG (com nível de significância $<0,05$), é explicado pelo ENDIV. Como defendido por diversos autores, nomeadamente, Jensen e Meckling (1976), o endividamento é um veículo para reduzir problemas de agência de diversas formas. Através do quadro abaixo representativo da correlação entre o ICGDTI e o ENDIV, verificamos que uma dessas formas é através da Divulgação e Transparência de Informação (ICGDTI) uma vez que esta variável é explicada em 4,84% pelo factor ENDIV;

Quadro 19 – Correlação R de Pearson entre ENDIV e ICG's parciais

	ENDIV	ICGRS	ICGDTI	ICGDVRA	ICGAOG	ICGOF
ENDIV Pearson Correlation	1,000	,136	,220	,194	,176	,215
Sig. (2-tailed)		,312	,100	,149	,190	,109
N	57,000	57	57	57	57	57

5. Com um nível de significância de 10%, existe uma relação negativa entre o NMCA e o grau de cumprimento das recomendações da OCDE e da CMVM (ICG), sendo que -5,29% do ICG é explicado pelo NMCA. Ou seja, quanto maior o número de membros no órgão de administração, menor o grau de ICG (não fazendo sentido uma análise contrária). Esta relação é particularmente acentuada no que toca à relação entre o NMCA e a divulgação e transparência de informação, e ao direito de voto e representação dos accionistas;

Quadro 20 – Correlação R de Pearson entre NMCA e ICG's Parciais

	NMCA	ICGRS	ICGDTI	ICGDVRA	ICGAOG	ICGOF
NMCA Pearson Correlation	1,000	-,118	-,318*	-,238	,124	-,070
Sig. (2-tailed)		,381	,016	,075	,357	,605
N	57,000	57	57	57	57	57

6. É possível constatar também uma correlação negativa, apesar de não muito significativa entre o NMCA e o CDOA. Ou seja, quanto mais elevado o n.º de membros no órgão de administração, menor o capital social detido por outros accionistas (que não a Lena SGPS, S.A.);
7. Com o mesmo nível de significância (10%), existe uma correlação positiva entre os PDCBR e o ICG (0,237), sendo que 5,61% da variabilidade de ICG é explicado pelos PDCBR e vice-versa. É possível verificar através do quadro

abaixo, que esta relação é particularmente acentuada nas questões sobre as regras societárias e que compõem o ICG global, encontrando-se uma relação positiva e muito significativa (1%) neste caso. Ou seja, quanto mais elevado for o cumprimento das regras societárias dentro da empresa, mais elevado serão os PDBCR, e vice versa.

Quadro 21 – Correlação R de Pearson entre PDCBR e ICG's Parciais

	PDCBR	ICGRS	ICGDTI	ICGDVRA	ICGAOG	ICGOF
PDCBR Pearson Correlation	1,000	,343**	,210	,191	,239	-,172
Sig. (2-tailed)		,009	,116	,155	,073	,202
N	57	57	57	57	57	57

Relativamente à correlação verificada entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes, verificamos que apenas os indicadores ENDIV e PDCBR, apresentam correlações significativas.

O indicador ENDIV apresenta uma correlação significativa apesar de moderada (-0,345) com o indicador de performance ROE. Esta é negativa e tem um elevado grau de significância (1%). É possível concluir que quanto mais elevado for o grau de endividamento, mais reduzido será o ROE. Tal recolhe suporte na explicação contabilística: mais endividamento origina mais custos, que por sua vez origina um menor resultado.

Já os prémios de desempenho com base nos resultados (PDCBR) encontram-se significativamente correlacionados com o VAT, com um grau de significância de 1%. Ou seja, quanto mais elevados os prémios de desempenho, maior o VAT da empresa e vice-versa. Consta-se ainda que 15,13% da variabilidade total de VAT é explicado por PDCBR.

Para testar a influência que o crescimento do sector onde cada empresa se insere exerce sobre as relações das variáveis dependentes e independentes, consideramos na análise a variável de controlo VAB (taxa de crescimento do Valor Acumulado Bruto por sector entre 2005 e 2006).

Para o efeito, foi analisada a normalidade dos dados referentes à variável VAB, tendo-se concluído pelo quadro abaixo, que esta apresenta uma distribuição normal ($p < 0,01$).

Quadro 22 - Teste de Normalidade da variável VAB

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
VAB	,411	57	,000	,689	57	,000

a. Lilliefors Significance Correction

A análise foi efectuada através da correlação parcial de Pearson e os resultados obtidos são os que se apresentam no Quadro 23. Podemos concluir que o coeficiente de correlação parcial de ordem zero ou R de Pearson é muito semelhante ao coeficiente de correlação parcial de ordem um, demonstrando que o VAB não influencia de forma significativa as relações entre as diversas variáveis dependentes e independentes.

Quadro 23 – Correlação Parcial de Pearson

Control Variables	ICG	NMCA	NMCAF E	PG	CDMOA	PDCBR	CDOA	ENDIV	ROE	ROA	VAT	ROAEBITDA	VAB	
-none- ^a	ICG	Correlation Significance (2-tailed) df	0,085 ,934 55	,011 ,522 55	,067 ,522 55	0,32 0,017 55	0,24 0,076 55	-,110 ,417 55	0,27 ,782 55	-,037 ,138 55	,199 ,531 55	-,065 ,425 55	,108 ,787 55	
	NMCA	Correlation Significance (2-tailed) df	1,000 0,000 0	0,78 0,000 55	0,53 0,000 55	-,033 0,013 55	,142 ,291 55	-,024 0,078 55	-,131 ,333 55	-,119 ,379 55	,034 ,801 55	,070 ,607 55	,092 ,496 55	-,248 ,063 55
	NMCAF E	Correlation Significance (2-tailed) df		1,000 0,000 0	0,64 0,000 55	-,029 0,030 55	-,023 ,868 55	-,182 ,176 55	-,023 ,866 55	-,106 ,433 55	,035 ,798 55	-,041 ,764 55	,019 ,886 55	0,39 0,003 55
	PG	Correlation Significance (2-tailed) df			1,000 0,000 0	-,170 ,207 55	,208 ,121 55	,145 ,283 55	-,065 ,632 55	,121 ,369 55	,117 ,387 55	,028 ,836 55	,131 ,332 55	0,36 0,006 55
	CDMOA	Correlation Significance (2-tailed) df				1,000 0,000 0	,127 ,348 55	0,33 0,012 55	-,034 ,799 55	,070 ,805 55	,026 ,846 55	-,096 ,475 55	-,043 ,752 55	,152 ,258 55
	PDCBR	Correlation Significance (2-tailed) df					1,000 0,000 0	,090 ,504 55	,033 ,806 55	,137 ,310 55	,065 ,632 55	,142 ,003 55	,128 ,291 55	-,051 ,708 55
	CDOA	Correlation Significance (2-tailed) df						1,000 0,000 0	-,050 ,713 55	-,123 ,360 55	-,192 ,152 55	,120 ,372 55	-,128 ,343 55	-,034 ,802 55
	ENDIV	Correlation Significance (2-tailed) df							1,000 0,000 0	-,034 0,009 55	-,101 ,455 55	-,024 ,859 55	-,047 ,726 55	,011 ,937 55
	ROE	Correlation Significance (2-tailed) df								1,000 0,000 0	0,53 0,000 55	-,010 ,841 55	0,37 0,005 55	-,191 ,155 55
	ROA	Correlation Significance (2-tailed) df										1,000 ,135 55	0,8 0,000 55	-,070 ,604 55
	VAT	Correlation Significance (2-tailed) df											1,000 ,154 55	-,016 ,904 55
	ROAEBITDA	Correlation Significance (2-tailed) df												1,000 ,758 55
	VAB	Correlation Significance (2-tailed) df												1,000 0
	VAB	ICG	Correlation Significance (2-tailed) df	1,000 -,228 54	,028 ,840 54	,107 ,433 54	-,314 ,018 54	-,239 ,076 54	-,108 ,426 54	,270 ,045 54	,045 ,740 54	,202 ,135 54	-,084 ,537 54	,109 ,422 54
NMCA		Correlation Significance (2-tailed) df		1,000 -,766 54	,488 0,000 54	-,302 ,024 54	,134 ,324 54	-,252 ,061 54	-,132 ,582 54	,075 ,899 54	,017 ,620 54	,068 ,536 54	,084 ,536 54	
NMCAF E		Correlation Significance (2-tailed) df			1,000 -,588 54	-,251 ,062 54	-,046 ,738 54	-,212 ,117 54	-,020 ,802 54	,035 ,796 54	,008 ,952 54	-,051 ,710 54	,004 ,979 54	
PG		Correlation Significance (2-tailed) df				1,000 -,125 54	,203 ,133 54	,142 ,297 54	-,065 ,632 54	,057 ,674 54	,098 ,471 54	,024 ,862 54	,124 ,362 54	
CDMOA		Correlation Significance (2-tailed) df					1,000 -,136 54	,136 ,317 54	-,036 ,010 54	,102 ,789 54	,038 ,454 54	-,095 ,486 54	-,037 ,787 54	
PDCBR		Correlation Significance (2-tailed) df						1,000 -,089 54	,034 ,130 54	,130 ,341 54	,061 ,653 54	,389 ,003 54	,141 ,302 54	
CDOA		Correlation Significance (2-tailed) df							1,000 -,050 54	-,132 ,330 54	-,195 ,150 54	,120 ,378 54	-,129 ,342 54	
ENDIV		Correlation Significance (2-tailed) df								1,000 -,349 54	-,100 ,008 54	-,024 ,861 54	-,047 ,731 54	
ROE		Correlation Significance (2-tailed) df									1,000 -,527 54	-,013 ,922 54	,370 ,005 54	
ROA		Correlation Significance (2-tailed) df										1,000 ,134 54	,796 ,000 54	
VAT		Correlation Significance (2-tailed) df											1,000 ,154 54	
ROAEBITDA		Correlation Significance (2-tailed) df												1,000 0

a. Cells contain zero-order (Pearson) correlations.

Para elaboração do teste do Qui-Quadrado os dados foram organizados em Tabelas de Contingência, pretendendo-se determinar a existência de relações de dependência entre as variáveis independentes e as variáveis caracterizadoras das empresas.

H₀: As variáveis são independentes

H₁: Existe uma relação entre as variáveis

Em virtude de as variáveis independentes serem variáveis quantitativas, e para que seja possível aplicar o teste de independência do Qui-Quadrado, estas serão transformadas em variáveis nominais qualitativas criando-se as seguintes classes em cada uma das variáveis:

Quadro 24- Transformação das Variáveis Quantitativas em Variáveis Nominais Qualitativas

ICG -> ICG2	ENDIV -> ENDIV2	PG -> PG2	CDOA -> CDOA2
Grau de Cumprimento dos Princípios/Recomendações	Grau de Endividamento	Profissionalização da Gestão	% de Capital detido por Outros Accionistas
Abaixo 40%	< = 25%	< 1 Membro	20% do Capital Social
Entre 41% e 65%	26% - 50%	> 2 Membros	21% - 50% do Capital Social
Entre 68% e 85%	51% - 100%		> 51% do Capital Social
Acima de 86%	> 101%		

NMCA -> NMCA2	NMCAFE -> NMCAFE2	CDMOA ->CDMOA2	PDBR ->PDBR2
N.º de Membros no Órgão de Administração	N.º de Membros no Órgão de Administração com funções executivas	% de Capital detido por Membros do Órgão de Administração	% de Prémios de Desempenho na massa salarial dos Administadores
< 3 Membros	< 2 Membros	<= 1%	0%
> 4 Membvros	> 3 Membros	> 1%	> 1%

Na análise considerou-se uma probabilidade de erro de tipo I (α) de 0,05 em todas as análises inferenciais, tendo sido obtidos os resultados expostos no Apêndice II.

Ao analisarmos os resultados obtidos relativamente à variável caracterizadora da empresa – **Volume de Negócio** -, verificamos que existem apenas oito empresas com um elevado volume de negócios (> 10.000.000 Euros), que apenas 4 destas têm um grau de cumprimento dos princípios/recomendações da OCDE e da CMVM (ICG) acima da média (elevada), e que a maioria das empresas (34 empresas que corresponde a 59,6%) têm um grau “moderado” de ICG. É possível verificar também que a percentagem de n.º de membros no órgão administração (NMCA) é proporcional ao volume de negócios da empresa. Por exemplo, em empresas com um volume de negócios inferior a 500.000

Euros, 85,7% das empresas tem 3 ou menos membros no órgão de administração, enquanto que nas empresas com um volume de negócios acima de 10.000.000 Euros, a percentagem de empresas com 4 ou mais membros no órgão de administração, ascende a 87,5% por contrapartida de 12,5% de empresas que têm 3 ou menos membros.

De forma curiosa, podemos verificar que por sua vez o n.º de membros com funções executivas nas empresas (NMCAFE) difere significativamente dos resultados da variável anterior. Aqui não se verifica uma associação tão clara com o volume de negócios, apesar de ser possível constatar que 64,3% das empresas com um volume de negócios entre 500.000 Euros e 10.000.000 Euros têm 3 ou mais membros do órgão de administração que exercem funções executivas, em contraste com os 47,6% das 21 empresas que têm um volume de negócios abaixo de 500.000 Euros.

É importante no entanto ressaltar, que apesar de não evidenciado nos quadros apresentados, apenas uma empresa do total de empresas estudadas, não tem nenhum membro profissionalizado no seu órgão de administração. Esta exceção respeita ao grupo de empresas com o volume de negócios entre os 500.000 e os 10.000.000 Euros.

Verifica-se também que o n.º de empresas apenas com um ou menos membros profissionalizados (mínimo bacharelato) perfaz 66,66% do total de empresas estudadas. A maioria das empresas com volume de negócios abaixo de 10.000.000 Euros tem apenas um ou mesmo nenhum membro com as habilitações académicas mínimas de bacharelato no órgão de administração. Esta constatação contrasta com as 6 empresas com mais de 10.000.000 Euros de volume de negócios (75%) que tem dois ou mais membros profissionalizados no órgão de administração.

Relativamente à variável CDMOA (Capital detido por Membros do Órgão de Administração), é possível verificar que existe uma distribuição relativamente uniforme de empresas em que os membros do órgão de administração não tem qualquer participação no capital social (29 empresas; que corresponde a 50,8%) e de empresas em que os seus membros do órgão de administração detêm uma participação no capital social (28 empresas; que corresponde a 49,2%).

Da análise à variável PDBR (Prémios de Desempenho com Base nos Resultados), é possível constatar que em 21 empresas com um volume de negócios abaixo de 500.000

Euros não existe a prática de atribuição de prémios de desempenho aos seus administradores com base nos resultados. Das 6 empresas analisadas que praticam a atribuição de prémios de desempenho com base nos resultados aos membros do órgão de administração/gerência, 66,6% dessas empresas situam-se no grupo de empresas com um volume de negócios acima dos 10.000.000 Euros.

Da análise à variável ENDIV (Endividamento), verifica-se que 43,8% das empresas do estudo (258 empresas) apresentam um rácio de endividamento superior a 50%, das quais 17 apresentam um rácio considerado em termos financeiros excessivo, uma vez que as dívidas de médio e longo prazo, excedem em mais de 100% os Capitais Próprios da empresa.

Como conclusão à análise da variável caracterizadora das empresas – volume de negócios - podemos afirmar através do teste do Qui-Quadrado que as variáveis NMCA, PG e PDBR, são independentes da variável volume de negócios, não se podendo rejeitar a hipótese nula ($p > 0,05$).

Apesar dos requisitos do Qui-Quadrado não serem todos cumpridos nas três variáveis, uma vez que no caso do NMCA e dos PDBR, mais de 20% das células têm uma frequência esperada inferior a 5 unidades e por esse motivo este não poder ser usado correctamente, foi utilizado complementarmente o teste de Fisher como alternativa ao teste do Qui-Quadrado, permitindo-nos afirmar com 99% de certeza de que as variáveis NMCA e PDBR são independentes da variável volume de negócios.

Nas restantes variáveis a hipótese nula não é rejeitada ($p > 0,05$), isto é, entre as variáveis ICG, NMCAFE, CDMOA, CDOA e ENDIV, e o volume de negócios, existe uma relação de independência.

Ao analisarmos agora os resultados obtidos relativamente à variável caracterizadora da empresa – **Conselho Estratégico** -, verificamos que a maioria das empresas inquiridas pertence ao Conselho Estratégico do Turismo e Serviços representando 31,5% do total das empresas, seguindo-se o Conselho Estratégico da Indústria e Construção, representando 21,1%.

Relativamente ao ICG (Índice representativo do cumprimento das recomendações/princípios de Governo das Sociedades), é possível verificar que

exceptuando o Conselho Estratégico da Construção, Automóveis e Comunicação, a maioria das empresas apresenta um ICG acima de 65%. Verificamos ainda que 59,6% das 57 empresas estudadas apresentam um grau de cumprimento abaixo dos 65%. Importa salientar ainda, que apenas 3 empresas apresentam um ICG abaixo de 50%, encontrando-se inseridas no Conselho Estratégico do Turismo e Serviços.

Analisando a variável NMCA, constatamos que, exceptuando o Conselho Estratégico da Indústria e Construção, e Automóveis em que mais de 75% das empresas possuem 4 ou mais membros no órgão de administração, todos os restantes Conselhos Estratégicos, possuem mais 50% das empresas com 3 ou menos membros no Órgão de Administração.

Quanto à variável NMCAFE (n.º de membros no Órgão de Administração com funções executivas) verifica-se que todas as empresas do Conselho Estratégico da Indústria e Construção assim como do Gás e Ambiente têm três ou mais membros no órgão de administração que exercem funções executivas, assim como 75% das empresas inseridas no grupo das Outras Participações. Por sua vez, 50% das empresas inseridas no Conselho Estratégico do Turismo e Serviços e as Outras Participações têm apenas dois membros com funções executivas, assim como os restantes Conselhos Estratégicos dos Automóveis e Comunicação com 66,7% e 88,9% das empresas respectivamente (à excepção como mencionado anteriormente de uma empresa que não tem nenhum membro que exerça funções executivas e que aqui se encontra inserida no Conselho Estratégico da Comunicação).

Exceptuando o Conselho Estratégico da Indústria e Construção, e do Gás e Ambiente, em que 80% e 83,3% das empresas possuem dois ou mais membros no Órgão de Administração/Gerência com mínimo de bacharelato (PG), a maioria das empresas dos restantes Conselhos Estratégicos possuem um ou menos membros profissionalizados.

Da análise à variável CDMOA, é constatável que no Conselho Estratégico do Turismo e Serviços, no da Comunicação e no grupo das Outras Participações, na maioria (> 50%) das empresas existem membros do órgão de administração com uma participação no capital social.

É possível constatar ainda que das seis empresas que atribuem prémios de desempenho com base nos resultados (PDBR), estas encontram-se inseridas nos Conselhos Estratégicos da Indústria e Construção, Automóveis, e Turismo e Serviços.

Das 15 empresas detidas directa ou indirectamente em mais de 50% por outros accionistas que não a Lena SGPS, S.A. (CDOA), encontramos 40% inseridas no Conselho Estratégico da Comunicação, seguidos da Indústrias e Construção (13,3%), Automóveis (13,3%), Turismo e Serviços (13,3%), Outras Participações (13,3%) e por fim do Gás e Ambiente (6,7%).

Por fim, na análise à variável ENDIV (Endividamento), verificamos que é no Conselho Estratégico dos Automóveis que existe o maior n.º de empresas com um elevado nível de endividamento (6 empresas), seguida do Turismo e Serviços com 5 empresas com elevado nível de endividamento.

Em forma de finalização à análise da variável caracterizadora das empresas – Conselho Estratégico - e tomando como base o teste do Qui-Quadrado, verificamos que as variáveis ICG, NMCA, NMCAFE, PG e CDOA apresentam um grau de significância inferior a 0,05, o que nos leva a rejeitar a hipótese nula de que as variáveis são independentes do Conselho de Estratégico. No entanto, em nenhuma das variáveis mencionadas anteriormente os requisitos necessários para que o teste do Qui-Quadrado possa ser usado correctamente são verificados, uma vez que em todos os casos, mais de 20% das células apresentam frequências estimadas inferiores a 5. Por este facto, fomos levados a aplicar alternativamente o teste de Fisher, corroborando este o afirmado pelo teste do Qui-Quadrado, exceptuando-se a variável NMCAFE, ($p > 0,05$) e a variável CDMOA em que se verifica através do teste de Fisher que também esta variável é independente do Conselho Estratégico.

A hipótese nula é rejeitada nas variáveis ICG, NMCA, PG e CDMOA, ou seja, existe uma relação de dependência entre estas variáveis e a variável Conselho Estratégico.

4.4 O TESTE DAS HIPÓTESES

À semelhança do estudo efectuado por Drobetz *et al.* (2004) às empresas suíças, utilizamos no presente estudo regressões lineares pelo método dos mínimos quadrados ordinários.

Para cada uma das variáveis independentes foi efectuada uma regressão linear simples, tendo em conta cada uma das variáveis dependentes, como forma de testar a hipótese A e B, ou seja, testar a relação entre o desempenho das empresas/criação de valor e o “índice” representativo do cumprimento dos Princípios de Governo das Sociedades (A), assim como a relação com os vários mecanismos de controlo definidos (B). A regressão linear múltipla por sua vez foi efectuada, com todas as variáveis dependentes e independentes, como forma de testar a hipótese C, como consta do ponto 3.5.

A regressão linear simples foi efectuada com recurso à selecção de variáveis através do método “enter”, tendo sido validados os pressupostos de distribuição normal, independência dos resíduos.

A qualidade da recta estimada foi analisada através das medidas relativas de qualidade do ajustamento R^2 e R^2_a (ajustado), assim como através do teste de inferência estatística de F.

Procedeu-se também à eliminação dos *outliers* através dos resíduos estandardizados, estudantizados e estudantizados *deleted* quando uma das três seguintes condições se verificava:

- ✓ Resíduos estandardizados terem valores absolutos superiores a 3;
- ✓ Resíduos estudantizados terem valores absolutos superiores a 2;
- ✓ Resíduos estudantizados *deleted* terem valores absolutos superiores a 2.

Adicionalmente, para verificar se estávamos realmente perante *outliers*, foi também utilizado um teste exacto calculando o *p-value* associado a cada um dos valores da variável “SDR_1”, tendo considerado um nível de significância de 0,05 como limite para não rejeitar a hipótese de que não se tratava de um *outlier*, ou seja, se $p\text{-value} > 0,05$, a observação já não era considerada um *outlier*.

4.4.1 PRESSUPOSTO A

Os resultados obtidos na regressão linear simples entre ICG e a várias variáveis dependentes, como forma de responder ao Pressuposto A, são os que se apresentam no Quadro 35, do Apêndice II.

A regressão linear simples permitiu identificar a variável ICG como a maior preditora (significativa) do ROE das empresas. Podemos dizer que por cada aumento de uma unidade do ICG, o ROE aumenta em média 1,485, e para um ICG nulo o ROE é -0,877.

Quadro 25- Regressão Linear Simples entre ICG e ROE

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,8770	0,2700		-3,2490	0,0020
	ICG	1,4850	0,4310	0,4270	3,4430	0,0010
	R-Quadrado	0,1830		Teste F	F	11,8500
	R-Quadrado Ajustado	0,1670			Sig	0,0010
	Std. Error of the Estimate	0,2952				

Modelo 7- Modelo explicativo da Relação Linear entre a variável independente ICG e ROE

$$ROE = -0.877 + 1,485 \times ICG$$

Nesta situação, podemos verificar que a qualidade do ajustamento é considerada baixa embora razoável, uma vez que 16,7% da variação média do ROE é explicada pelo ICG. O nível de significância de F é inferior a 0,01, o que permite extrapolar os resultados da amostra para o universo.

Relativamente às restantes variáveis dependentes (ROA, VAT e ROAEBITDA), é possível verificar através o quadro que nenhuma apresenta relações significativas com ICG ($p > 10\%$). (ver apêndice III, Quadro 35).

Tendo em conta o modelo estimado (após exclusão dos *outliers*), podemos afirmar que o resultado é consistente com o defendido na teoria assim como com os resultados obtidos por Drobetz *et al.* (2004), ou seja, as empresas que apresentam um maior grau de cumprimento dos princípios/recomendações de governo das sociedades, têm um desempenho (neste caso, aferido pelo ROE) mais elevado. (Ver apêndice III, Figura 8).

4.4.2 PRESSUPOSTO B

Teste 1 e Teste 2

Variável Independente: NMCA e NMCAFE

Os resultados obtidos através da regressão linear simples entre a variável NMCA (n.º de membros no órgão de administração/gerência) e as várias variáveis dependentes são apresentados no Apêndice III, Quadro 36, e entre a variável NMCAFE (n.º de membros no órgão de administração/gerência com funções executivas) e as várias variáveis dependentes, são apresentados no Apêndice III, Quadro 37.

Quadro 26 – Regressão Linear Simples entre NMCA e ROAEBITDA

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROAEBITDA	(Constant)	0,0000	0,0350		-0,0260	0,9790
	NMCA	0,0150	0,0080	0,2680	2,0240	0,0480
	R-Quadrado	0,0720		Teste F	F	4,0980
	R-Quadrado Ajustado	0,0540			Sig	0,0480
	Std. Error of the Estimate	0,1043				

As regressões lineares entre a variável independente NMCA e as variáveis dependentes ROE, ROA, VAT e ROAEBITDA, expostas no Quadro 36 do Apêndice III permitem-nos verificar que existe uma fraca relação positiva entre o NMCA e o desempenho das empresas.

Apenas a variável dependente ROAEBITDA, apresenta significância estatística uma vez que $p > 10\%$ (ver Quadro 26), sendo o modelo estimado o que se apresenta abaixo (Modelo 8).

Modelo 8 - Modelo explicativo da Relação Linear entre a variável independente NMCA e ROAEBITDA

$$\text{ROAEBITDA} = 0,015 \times \text{NMCA}$$

No entanto, a qualidade do ajustamento é muito baixa ($R^2 = 7,2\%$). Este facto não nos permite efectuar qualquer afirmação sobre a relação entre este mecanismo de controlo do governo das sociedades e o desempenho/criação de valor das empresas.

Os resultados obtidos através da regressão linear simples entre a variável NMCAFE (N.º de Membros no órgão de administração/gerência com funções executivas) e as várias variáveis dependentes são as apresentadas no Quadro 36 no Apêndice III.

É possível constatar que nenhum dos modelos apresentados afecta significativamente (a pelo menos 10%) as variáveis dependentes (ROE, ROA, VAT e ROAEBITDA). Este facto não nos permite rejeitar a hipótese nula, de que este mecanismo de controlo do governo das sociedades não tem qualquer relação com o desempenho/criação de valor das empresas. No entanto, o sinal da relação $ROAEBITDA = f(NMCAFE)$ é positivo, ao contrário do que era esperado.

Observe-se também que Drobetz *et al.* (2004) observou uma relação positiva entre o número de membros no órgão de administração das empresas (NMCA) e a criação de valor/desempenho da empresa (aferido pelo ROAEBITDA). Estes resultados vão então contra os de outros autores como Agrawal e Knoeber (1996), Kusnadi e Mark (2005), Lopez e Andres (2005), Yermack (1996), e Bennedsen, *et al.* (2007), pois sugere que por cada aumento de uma unidade do NMCA o ROAEBITDA aumenta em média 1,5%, quando em teoria é observável a relação inversa entre estas duas variáveis.

Apesar de o número de membros no órgão de administração ser muito diferenciado do número de membros evidenciado nos estudos efectuados pelos autores referidos anteriormente (ex: Yermack (1996) apresenta uma média de 12 membros, Kusnadi e Mark (2005) apresentam uma média de 7,27 membros no órgão de administração e Lopez e Andres (2005) apresentam uma média de 11,67 membros) o resultado obtido foi inverso ao esperado. No entanto, Bhagat e Black (2002) apresentam uma média de membros no órgão de administração de 3,71 e um resultado muito aproximado ao do presente estudo.

De ressaltar ainda os resultados obtidos por Cunha (2005) no estudo efectuado a empresas portuguesas cotada e não cotadas, em que este detectou em consonância com os autores mencionados anteriormente um relação negativa entre o número de membros no conselho de administração das empresas portuguesas estudadas e o desempenho das sociedades, ao contrário do presente estudo que envolveu também empresas portuguesas (apesar de inseridas num único grupo económico).

Relembrando novamente os resultados obtidos por Drobetz *et al.* (2004), pode-se questionar se a relação positiva encontrada entre o número de membros no órgão de administração e o desempenho/criação de valor, apenas se verifica até certo ponto (o ponto em que, dependendo de empresa para empresa, o número ideal de membros seja ultrapassado). Ou seja, se considerarmos esta afirmação verdadeira, poderíamos considerar que o número de membros que compõem o órgão administração é considerado ideal e não exagerado no ponto em que, como mencionado por Jensen (1993), os problemas de agência, nomeadamente comunicação, flexibilidade e coordenação se sobrepõem aos benefícios da existência de mais membros no órgão de administração.

Teste 3

Variável Independente: CDOA

Para análise do teste 3 do pressuposto B, foi efectuada a regressão linear simples entre a variável CDOA (Capital detido por outros accionistas que não a Lena SGPS) e as várias variáveis dependentes, tendo sido obtidos os resultados do Quadro 38 do Apêndice III.

É possível constar através modelos ajustados, que nenhum explica de forma significativa as variáveis de desempenho ($R^2_a < 2\%$), nem as afectam significativamente (significância superior a 10%). Desta forma, a hipótese nula não poderá ser rejeitada em nenhum dos casos, não sendo possível afirmar que existe uma relação explicativa entre as variáveis dependentes e a variável CDOA.

Este resultado vai contra o observado por autores como Mansi e Reeb (2002) e Berghe e Carchon (2003), que detectaram uma relação negativa entre o CDOA e o desempenho da empresa.

Teste 4

Variável Independente: CDMOA

Os resultados da regressão linear entre as diversas variáveis dependentes e a variável independente CDMOA (Capital detido por membros do órgão de administração/Gerência) apresentam-se no Quadro 39 do Apêndice II.

Ao contrário do esperado, neste caso, não nos é possível rejeitar a hipótese nula de que não existe relação entre a variável CDMOA e o desempenho/criação de valor das empresas, uma vez que nenhum dos modelos apresenta uma relação estatisticamente significativa.

Este resultado é consistente com os resultados obtidos por Loderer e Martin (1997): também eles não detectaram qualquer relação significativa entre a percentagem de capital detida por membros do órgão de administração e o valor da empresa.

É importante mencionar ainda que na grande maioria das empresas que constituem o Grupo Lena, os membros do órgão de administração possuem uma percentagem de capital social da empresa, seja directa ou indirectamente. O facto de ser um factor tão comum nas empresas estudadas, poderá dar origem a que os resultados das empresas não sejam influenciados significativamente pelo mesmo.

Ou tomando como base o defendido por Loderer e Martin (1997), poderemos colocar como hipótese o facto de a participação no capital social das empresas por parte dos membros do órgão de administração não se demonstrar como um factor relevante dado estes nem sempre estarem numa posição que lhes permite afectar as decisões, ou então, pelo facto de existirem outros membros que afectam as decisões da empresa.

Teste 5

Variável Independente: PG

No Quadro 37 do Apêndice III, apresentamos os resultados obtidos através da regressão linear simples entre a variável PG (Profissionalização da Gestão – n.º de membros do órgão de administração/gerência com o mínimo de bacharelato) e as variáveis dependentes.

Quadro 27 - Regressão Linear Simples entre PG e ROE e ROAEBITDA

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,0390	0,0630		-0,6210	0,5370
	PG	0,0660	0,0370	0,2350	1,7580	0,0850
	R-Quadrado	0,0550		Teste F	F	3,0890
	R-Quadrado Ajustado	0,0370			Sig	0,0850
	Std. Error of the Estimate	0,3174				
ROAEBITDA	(Constant)	0,0350	0,0210		1,6750	0,1000
	PG	0,0220	0,0120	0,2420	1,8170	0,0750
	R-Quadrado	0,0590		Teste F	F	3,3030
	R-Quadrado Ajustado	0,0410			Sig	0,0750
	Std. Error of the Estimate	0,1050				

Conforme o Quadro 27, a hipótese nula é rejeitada, ou seja, existe uma relação positiva entre a variável PG (profissionalização da gestão) e o desempenho/criação de valor, mais concretamente relativamente às variáveis ROE e ROAEBITDA. No entanto, observa-se que a qualidade do ajustamento é baixa, veja-se o R^2 .

Os resultados obtidos são contrários aos de Chung e Pruitt (1995), uma vez que no estudo efectuado pelos autores, a variável habilitações (grau académico) dos CEO não parece afectar o valor da empresa. Os resultados, são no entanto, consistentes com os de Zhenyu (2006), Shleifer *et al.*, (2003). De facto, estes autores constataam que existe uma relação positiva entre a profissionalização da gestão e o valor da empresa, ou seja, o facto de os membros do órgão de administração terem habilitações académicas iguais ou acima do bacharelato, é um factor gerador de valor para a empresa.

As relações mais significativas entre a PG e as variáveis o desempenho/criação de valor são dadas por:

Modelo 9- Modelo explicativo da Relação Linear entre a variável independente PDCBR e ROE

$$ROE = -0,0390 + 0,066 \times PG$$

Modelo 10 - Modelo explicativo da Relação Linear entre a variável independente PG e ROAEBITDA

$$ROAEBITDA = 0,035 + 0,022 PG$$

Teste 6

Variável Independente: PDCBR

A relação linear entre a variável independente PDCBR (% de prémios de desempenho com base nos resultados da empresa atribuídos aos membros do órgão de administração/gerência relativamente à sua massa salarial) e as variáveis dependentes é a que se expressa no Quadro 41 do Apêndice III.

Apesar de a maioria das empresas da amostra não atribuírem prémios de desempenho, procedemos a este teste sabendo que o mesmo é relevante para uma sub-amostra do grupo de empresas em análise.

É possível constatar que as únicas variáveis dependentes que apresentam uma relação significativa com a variável independente (PDBR) são o VAT e o ROAEBITDA.

Quadro 28 - Regressão Linear Simples entre PDCBR e o VAT e ROAEBITDA

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
VAT	(Constant)	0,8050	0,1290		6,2470	0,0000
	PDCBR	11,0420	3,6170	0,4030	3,0530	0,0040
	R-Quadrado	0,1090		Teste F	F	9,3220
	R-Quadrado Ajustado	0,0910			Sig	0,0040
	Std. Error of the Estimate	0,6293				
ROAEBITDA	(Constant)	0,0544	0,0147		3,7135	0,0005
	PDBR	0,9025	0,4316	0,2761	2,0912	0,0413
	R-Quadrado	0,0760		Teste F	F	4,3730
	R-Quadrado Ajustado	0,0590			Sig	0,0413
	Std. Error of the Estimate	0,1040				

É possível ainda constatar que 10,9% da variabilidade total do VAT (R^2 a), e que 7,6% da variabilidade total do ROAEBITDA (R^2 a), é explicada pelos PDCBR.

O modelo que explica mais significativamente a forma como os PDCBR afectam o desempenho /criação de valor das empresas, é dado por:

Modelo 11 - Modelo explicativo da Relação Linear entre a variável independente PDCBR e ROE

$$\text{VAT} = 0,8050 + 11,042 \times \text{PDCBR}$$

Modelo 12- Modelo explicativo da Relação Linear entre a variável independente PDCBR e ROE

$$ROAEBITDA = 0,0544 + 0,9025 \times PDCBR$$

Este resultado é consistente com o obtido por Chung e Pruitt (1995), uma vez que também no seu estudo detectaram uma relação significativa positiva entre a percentagem de prémios de desempenho com base nos resultados e o desempenho da empresa.

Teste 7

Variável Independente: ENDIV

Por fim, da análise da relação entre o ENDIV (Endividamento) e as variáveis dependentes através da regressão linear simples, obtivemos os resultados constantes do Quadro 42 do Apêndice III.

Dos resultados obtidos é possível verificar que exceptuando o ROE, nenhum dos modelos é estatisticamente significativo, não sendo possível afirmar que a variável dependente é explicada pela variável independente ENDIV.

Quadro 29 - Resultados do Teste 7 Relativo ao Pressuposto B (ENDIV)

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	1,3350	0,3300		4,0390	0,0000
	ENDIV	-1,6090	0,5900	-0,3450	-2,7250	0,0090
	R-Quadrado	0,1190		Teste F	F	7,4260
	R-Quadrado Ajustado	0,1030			Sig	0,0090
	Std. Error of the Estimate	2,4879				

Os pressupostos do modelo (independência e normalidade) são cumpridos em todos os modelos. No entanto, apenas no caso da variável dependente ROE, a estatística de teste é inferior a 1%, sendo possível rejeitar neste caso a hipótese nula, uma vez que existe uma relação negativa entre a variável ENDIV e a variável ROE. É possível afirmar que 10,3% da variância total de ROE é explicada pelo nível de Endividamento das empresas. Tal resulta de quanto mais elevado for o endividamento, maiores os custos financeiros com a consequente redução da rendibilidade dos capitais próprios. Tal efeito

sobrepõe-se a qualquer redução de custos de agência resultantes do endividamento se moderado.

Os resultados mostram-se contrários aos obtidos por Safieddine e Titman (1999) e permitem admitir que o endividamento poderá ser origem de uma eventual distribuição de grandes partes dos *cash flows* obtidos pela empresa, reduzindo conseqüentemente o seu valor para os accionistas (Jensen, 1986).

No seguimento de MacConnell e Servaes, (1995), os resultados obtidos suscitam ainda a dúvida sobre as eventuais implicações do crescimento nos mesmos. Ou seja, será que a relação negativa obtida no estudo tem origem no facto de que empresas com níveis mais elevados de crescimento apresentam relações negativas entre o endividamento e o valor da empresa, em virtude de em algumas circunstâncias os gestores tenderem a fazer investimentos em projecto pouco rentáveis?

A relação verificada pode ser expressa na seguinte equação:

Modelo 13 - Modelo explicativo da Relação Linear entre a variável independente ENDIV e ROE

$$ROE = 1,335 - 1,6090 \times ENDIV$$

De forma sucinta é possível concluir que apenas as variáveis independentes **NMCA**, **PDBR** e **ENDIV**, apresentaram uma relação linear com pelo menos uma variável dependente representativa da performance/criação de valor. De referir que as duas primeiras variáveis apresentam relações lineares positivas ao contrário do **ENDIV** que apresenta uma relação linear negativa.

Em todas as outras situações, a hipótese nula não poderá ser rejeitada, ou seja, estatisticamente e de forma individualizada as variáveis consideradas não são explicativas o desempenho /criação de valor para as empresas.

Apresentamos de seguida os resultados da regressão linear múltipla.

Tendo agora em conta a regressão linear múltipla efectuada com todas as variáveis independentes, como forma de testar o Pressuposto C, podemos concluir conforme Quadro 43 do Apêndice III, que em nenhum dos modelos à excepção do que tenta explicar a relação com a variável dependente ROE, se rejeita a hipótese nula.

Quadro 30 - - Resultados da Regressão Linear Múltipla Relativa à Variável Dependente ROE

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,759	0,448		-1,694	0,097
	ICG	1,263	0,600	0,364	2,105	0,041
	NMCA	-0,001	0,044	-0,005	-0,021	0,983
	NMCAFE	0,011	0,051	0,055	0,214	0,832
	PG	0,049	0,055	0,175	0,896	0,375
	CDMOA	0,152	0,184	0,130	0,827	0,413
	PDCBR	0,502	1,493	0,051	0,336	0,738
	CDOA	-0,231	0,222	-0,167	-1,043	0,302
	ENDIV	-0,015	0,024	-0,084	-0,609	0,545
	R-Quadrado	0,256		Teste F	F	1,933
R-Quadrado Ajustado	0,123			Sig	0,078	
Std. Error of the Estimate	0,305					

O facto de os níveis de significância do teste F serem superiores a 10% nos modelos do ROA, VAT e ROAEBITDA, é causa suficiente para afirmar que os modelos não são adequados para explicar a variabilidade das várias variáveis dependentes.

A única excepção que encontramos, é a variável dependente ROE, onde o modelo se apresenta como estatisticamente explicativo da variação de ROE (teste F com significância $< 0,1$). Ou seja, através da regressão linear múltipla foi possível identificar a variável ICG ($\beta = 0,364$; $t = 2,105$ e $p < 0,05$) como a variável que explica a variação de ROE. As restantes variáveis, como referido anteriormente, são apenas marginalmente significativas uma vez que $p > 10\%$.

Apesar de o modelo se mostrar estatisticamente significativo, é importante mencionar que apenas 12,3% da variabilidade total de ROE é explicada pelo mesmo.

Quanto ao modelo explicativo de VAT (Quadro 43 do Apêndice III), que apesar do seu reduzido valor explicativo, a variável PDCBR apresenta uma significância significativa ($p\text{-value} = 0,032$).

Para testar a segunda hipótese, e como já referido anteriormente, foi aplicada de novo a regressão linear múltipla em busca do “melhor modelo” que explique as variáveis

dependentes, ROE, ROA, VAT e ROAEBITDA. Os resultados obtidos, são os que se apresentam no quadro abaixo.

Quadro 31 - Resultados da Regressão Linear Múltipla em Busca do “melhor modelo”

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados Beta	t	Sig
		B	Erro Padrão			
ROE	(Constant)	-0,877	0,270		-3,249	0,002
	ICG	1,485	0,431	0,427	3,443	0,001
	R-Quadrado	0,1830		Teste F	F	11,8500
	R-Quadrado Ajustado	0,1670			Sig	0,0010
	Std. Error of the Estimate	0,2952				
Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados Beta	t	Sig
		B	Erro Padrão			
ROA	(Constant)	-0,079	0,065		-1,214	0,231
	ICG	0,208	0,103	0,289	2,026	0,048
	CDOA	-0,064	0,038	-0,227	-1,701	0,095
	ENDIV	-0,009	0,004	-0,313	-2,176	0,034
	R-Quadrado	0,152		Teste F	F	2,921
	R-Quadrado Ajustado	0,100			Sig	0,043
	Std. Error of the Estimate	0,064				
Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados Beta	t	Sig
		B	Erro Padrão			
VAT	(Constant)	1,703	0,555		3,068	0,003
	ICG	-1,721	0,890	-0,253	-1,935	0,059
	PDCBR	10,451	3,641	0,376	2,870	0,006
	R-Quadrado	0,171		Teste F	F	5,150
	R-Quadrado Ajustado	0,138			Sig	0,009
	Std. Error of the Estimate	0,613				
Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados Beta	t	Sig
		B	Erro Padrão			
ROAEBITDA	(Constant)	-0,014	0,031		-0,455	0,651
	NMCA	0,015	0,007	0,284	2,211	0,032
	PDCBR	0,836	0,392	0,273	2,129	0,038
	R-Quadrado	0,176		Teste F	F	5,438
	R-Quadrado Ajustado	0,143			Sig	0,007
	Std. Error of the Estimate	0,094				

Pelo facto de o estudo efectuado se enquadrar nas ciências sociais e não numa ciência exacta, podemos afirmar que os valores de R^2 e de R^2 Ajustado obtidos são aceitáveis, verificando-se, no entanto, que os modelos ROE e ROA, são os que expressam maior capacidade de as variáveis independentes explicarem o nível do desempenho e criação de valor das empresas estudadas. Podemos afirmar que 16,7% da variabilidade total de ROE, 16,8% de VAT e 10% da variabilidade de ROA são explicadas pelas variáveis independentes. Atendendo à estatística “F”, todos os modelos estudados são significativos ($p < 0,10$), sendo mesmo os modelos explicativos de ROE e VAT, altamente significativos ($p < 0,01$).

No entanto, através da análise do Quadro 31 verificamos que nem todas as variáveis independentes contribuem de igual forma/magnitude para os modelos. Saliente-se o facto de o ICG evidenciar uma relação positiva face à variável ROE. Apesar de já ter sido possível constatar este facto através da regressão linear simples, poderemos afirmar que este é o modelo que melhor explica a variação total do ROE, tendo em conta todas as variáveis independentes incluídas no presente estudo.

Modelo 14 – “Melhor modelo” explicativo da Relação Linear entre as variáveis independentes e ROE

$$\text{ROE} = 0,877 + 1,485 \text{ ICG}$$

Para além da significativa relação entre o ICG e o ROE, da análise resulta um outro resultado significativo ($p < 0,05$): NMCA e PDCBGR são as variáveis que melhor explicam a variação total de ROAEBITDA. Ou seja, quanto mais elevado for a percentagem de prémios de desempenho com base nos resultados na massa salarial dos membros do órgão de administração e quantos mais elementos existirem no órgão de administração, mais elevado se apresentará o indicador de performance/criação de valor ROAEBITDA.

É possível afirmar que 14,3% da variabilidade total de ROAEBITDA é explicada pelo número de membros no órgão de administração e pela percentagem de prémios de desempenho, afectando estas variáveis significativamente o ROAEBITDA.

O modelo estatístico apresenta-se da seguinte forma:

Modelo 15 - “Melhor modelo” explicativo da Relação Linear entre as variáveis independentes e ROAEBITDA

$$\text{ROAEBITDA} = -0,014 + 0,015 \times \text{NMCA} + 0,836 \times \text{PDCBR}$$

Analisando agora o modelo explicativo da variável ROA, podemos constatar que também este modelo apresenta uma significância estatística muito razoável ($p < 5\%$), explicando as variáveis ICG, CDOA e ENDIV, 15,2% da variabilidade total de ROE.

Modelo 16 – “Melhor modelo” explicativo da Relação Linear entre as variáveis independentes e ROA

$$ROA = -0,079 + 0,208 \times ICG - 0,064 \times CDOA - 0,009 \times ENDIV$$

Apesar de não tão significativo como os modelos anteriores ($p < 1\%$), o modelo supra deve ser tido em conta na explicação da relação entre o governo das sociedades e o desempenho /criação de valor das empresas da amostra.

A variável CDOA, como previsto, apresenta uma relação linear negativa com ROA. Ou seja, quanto mais capital social for detido por outros accionistas que não a Lena SGPS, S.A., menor é o rácio ROA. Já a variável ENDIV apresenta contrariamente ao previsto, uma relação linear negativa, ou seja, quanto maior o rácio do endividamento, menor o rácio do ROA. Tal como já referido anteriormente, para além de outras conclusões possíveis de retirar desta relação, esta é fortemente afectada por factores contabilísticos.

Como esperado, o “índice” representativo do cumprimento dos princípios/recomendações da OCDEE e da CMVM em termos de Governo das Sociedades, apresenta uma relação linear positiva com ROA, ou seja, quando mais elevado o “índice”, maior o desempenho da empresa e conseqüente maior a sua criação de valor.

4.4.3 ANÁLISES COMPLEMENTARES À REGRESSÃO LINEAR

Tendo em conta a forte relação verificada entre a variável ICG e a variável representativa da performance/criação de valor - ROE, através do método de regressão linear múltipla, analisámos quais dos “sub-índices”, em que se encontrava dividido o inquérito efectuado às empresas, contribui mais significativamente para o valor de ICG.

De forma sucinta, e como mencionado no ponto 3.6. procurou-se testar o modelo:

Modelo 17 – Modelo de Base à Análise Complementar à Regressão Linear

$$PRF_{ji} = \beta_0 + \beta_1 ICGRS_1 + \beta_2 ICGDTI_1 + \beta_3 ICGDVRA_2 + \beta_4 ICGAOG_1 + \beta_4 ICGOF_1 + \epsilon_j$$

- PRF - corresponde às diversas variáveis dependentes (variáveis de desempenho), nomeadamente, ROE, ROA, VAT, ROAEBIT, ROAEBITDA.
- ICGRS – “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das Regras Societárias em matéria de Governo das Sociedades
- ICGDTI - “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das regras relativas à Divulgação e Transparência de Informação em matéria de Governo das Sociedades
- ICGDVRA - “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das regras relativas ao Direito de Voto e Representação dos Accionistas em matéria de Governo das Sociedades
- ICGAOG - “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das regras relativas ao Órgão de Administração em matéria de Governo das Sociedades
- ICGOF - “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das regras relativas ao Órgão de Fiscalização em matéria de Governo das Sociedades

Os resultados obtidos constam no Quadro 32.

Quadro 32 - Regressão Linear Múltipla entre o ICG Geral e os ICG Parciais

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,549	0,231		-2,383	0,021
	ICGRS	-0,103	0,305	-0,050	-0,339	0,736
	ICGDTI	1,014	0,360	0,420	2,814	0,007
	ICGDVRA	-0,600	0,228	-0,309	-2,635	0,011
	ICGAOG	1,351	0,344	0,508	3,928	0,000
	ICGOF	-0,425	0,274	-0,178	-1,552	0,127
	R-Quadrado		0,454		Teste F	F
R-Quadrado Ajustado		0,399			Sig	0,000
Std. Error of the Estimate		0,291				

É possível concluir que:

- ✓ O “sub-índice” ICGAOG (Órgão de Administração/Gerência) é que contribui de forma mais significativa e positiva para a relação entre o ICG geral e a variável de Performance ROE;
- ✓ Para além o ICGAOG, também o “sub-índice” ICGDTI (Divulgação e Transparência de Informação) apresenta uma relação muito significativa e positiva com a variável de Performance “ROE”. Quanto mais transparente e clara a informação divulgada aos accionistas das empresas maior tenderá a ser o valor de ROE;
- ✓ Estranhamento, o “sub-índice” ICGDVRA apesar de apresentar uma relação significativa, apresenta-se negativamente relacionado com ROE, ou seja, quanto maior se apresentar o grau de cumprimento das regras relativas ao Direito de Voto e Representação dos Accionistas, menor tenderá a ser o ROE;
- ✓ Os restantes “sub-índices”, nomeadamente ICGRS e ICGOF, apesar de negativos, não apresentam elevada significância para explicar o valor do ROE.

O modelo estatístico é representado como se segue:

Modelo 18 – Modelo explicativo da Relação Linear entre os ICG's parciais e o ROE

$$PRF_{ji} = -0,549 + -0,103 ICGRS_1 + 1,014 \times ICGDTI_1 + -0,6 \times ICGDVRA_2 + 1,351 \times ICGAO_1 + -0,425 \times ICGOF_1 + \epsilon_j$$

É possível ainda constatar que 39,9% da variabilidade total de ROE (R^2) é explicada pelo modelo.

Para testar o modelo representativo da relação linear entre os “índices” parciais representativos do cumprimento de apenas algumas áreas das recomendações da CMVM e da OCDE e o ICG global, conforme modelo sugerido no ponto 3.6, foi efectuada a regressão linear múltipla entre as diversas variáveis.

O modelo a testar, é o que se apresenta de seguida:

$$ICG_{ji} = \beta_0 + \beta_1 ICGRS_1 + \beta_2 ICGDTI_1 + \beta_3 ICGDVRA_2 + \beta_4 ICGAO_1 + \beta_5 ICGOF_1 + \epsilon_j$$

- ICG – Índice representativo do cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE em matéria de Governo das Sociedades
- ICGRS – “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das Regras Societárias em matéria de Governo das Sociedades
- ICGDTI - “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das regras relativas à Divulgação e Transparência de Informação em matéria de Governo das Sociedades
- ICGDVRA - “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das regras relativas ao Direito de Voto e Representação dos Accionistas em matéria de Governo das Sociedades
- ICGAOG - “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das regras relativas ao Órgão de Administração em matéria de Governo das Sociedades
- ICGOF - “Sub-índice” representativo do grau de cumprimento das regras relativas ao Órgão de Fiscalização em matéria de Governo das Sociedades

Os resultados obtidos através do teste de Regressão linear Múltipla encontram-se no Quadro 33.

Quadro 33 – Regressão Linear Múltipla entre ICG Parciais e ROE

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ICG	(Constant)	0,089	0,012		7,298	0,000
	ICGRS	0,104	0,016	0,169	6,406	0,000
	ICGDTI	0,329	0,019	0,470	17,299	0,000
	ICGDVRA	0,186	0,012	0,323	14,903	0,000
	ICGAOG	0,237	0,019	0,304	12,704	0,000
	ICGOF	0,034	0,015	0,049	2,326	0,024
	R-Quadrado		0,981		Teste F	F
R-Quadrado Ajustado		0,979			Sig	0,000
Std. Error of the Estimate		0,014				

Modelo 19 – Modelo explicativo da Relação Linear entre os ICG's parciais e o ICG geral

$$ICG_{ij} = 0,089 + \beta_1 ICGRS_1 + 0,329 \times ICGDTI_1 + 0,186 \times ICGDVRA_2 + 0,237 \times ICGAOG_1 + 0,034 \times ICGOF_1 + \varepsilon_j$$

De forma sucinta, podemos concluir que:

- ✓ A variável ICGDTI (questões sobre o órgão de administração/gerência) é a que apresenta uma maior contribuição significativa para explicar a variável ICG;
- ✓ A variável que apresenta uma menor contribuição para os valores de ICG são as questões relacionadas com o órgão de fiscalização (ICGOF);
- ✓ O modelo explica 97,9% da variabilidade total de ICG (o que é justificado pelo facto de não ser mais do que a mera “soma” dos ICG's parciais);
- ✓ Todas as variáveis apresentam uma relação linear positiva com ICG geral;
- ✓ O modelo é altamente significativo ($p < 1\%$) como era esperado.

Tendo em conta a forte relação do ICG com o ROE, com o quadro seguinte pretendeu-se estudar através de regressão linear simples a relação linear existente entre o ICG e o ROE por Conselho Estratégico.

Quadro 34 – Regressão Linear Simples entre ICG e ROE por Conselho Estratégico

Indicadores	Construção	Automóveis	Turismo e Serviços	Comunicação	Ambiente e Energia
Coef. Estandard. (β)	0,402	0,533	-0,145	0,379	0,499
Sig	0,195	0,140	0,567	0,354	0,501
t	1,390	1,666	-0,584	1,005	0,815
R2	0,162	0,284	0,021	0,144	0,249
R ² _a	0,078	0,182	-0,040	0,001	-0,126

Da análise efectuada, é possível constatar que nenhum Conselho Estratégico contribui por si só significativamente para a relação significativa e positiva encontrada anteriormente entre o ICG e o ROE.

Constatamos que todos os Conselhos Estratégicos à excepção do Conselho do Turismo e Serviços apresentam uma relação positiva (apesar de pouco significativa) entre o grau de cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE em termos de Governo das Sociedades e o ROE (indicador representativo do desempenho).

De forma sucinta, não poderemos efectuar qualquer afirmação sobre a relação entre o ICG e o mecanismo de controlo do governo das sociedades e o desempenho /criação de valor das empresas (ROE) relativamente a cada um dos Conselhos Estratégicos uma vez que os graus de significância ficam muito abaixo do considerado razoável.

4.4.4 RESUMO

É possível destacar, dos vários pressupostos e testes efectuados através da regressão linear, a existência de uma relação positiva e muito significativa entre o ICG e a variável representativa do desempenho (ROE), possibilitando extrapolar o resultado da amostra para todo o universo (todas as empresas do Grupo Lena). Ou seja, apesar da qualidade do ajustamento não ser elevada, uma vez que apenas 16,7% da variação total de ROE é explicada pelo grau de cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE, podemos afirmar que quando mais elevado o grau de cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE maior será a tendência do ROE para crescer, significando melhoria do desempenho das empresas.

Tendo como base a forte relação verificada entre o ROE e o ICG, foi possível ainda constatar que tendo em conta os vários índices “parciais” em que se pode dividir o ICG global, são as regras relacionados com o órgão de administração e com a divulgação e transparência de informação que mais contribuem para essa relação. Isto é, quanto maior for o cumprimento das regras da CMVM e da OCDE em matéria de governo das sociedades nos aspectos mais directamente relacionados com o órgão de administração e com a divulgação e transparência de informação, maior será a tendência para melhoria do desempenho e conseqüente aumento de valor da empresa.

Foi possível ainda apurar que apesar dos vários ICG's parciais se encontrarem significativamente e positivamente relacionados com o ICG global (factor previsível uma vez que os ICG's parciais fazem parte do ICG global), são as questões relacionadas com a divulgação e transparência de informação, seguidas das questões sobre os direitos de voto e representação dos accionistas e assim como as relacionadas com o órgão de administração, que mais contribuem para explicar os valores obtidos para o ICG.

Verificámos ainda que, para além da variável ICG, também as variáveis NMCA, PG, PDCBR apresentam relações significativas e positivas com as diferentes variáveis representativas do desempenho das empresas. Ou seja, quanto maior for o n.º de membros no órgão de administração, quanto mais elevados os prémios de desempenho (em percentagem do resultado da empresa) e quanto maior for o n.º de elementos profissionalizados (pelo menos com o bacharelato) a integrarem o órgão de administração da empresa, mais elevados tenderão a ser os níveis de desempenho das empresas.

Mencionando Bhagat e Black (2002), o estudo aborda empresas de pequena e média dimensão pelo que o número de membros do órgão de administração ideal pode estar fortemente e positivamente relacionado com a dimensão de cada empresa.

O facto de encontrarmos uma relação positiva entre a profissionalização da gestão e o desempenho das empresas, vem reforçar o defendido por Zhenyu (2006) e Shleifer *et al.* (2003) de que uma empresa que é gerida por profissionais da área dá um maior grau de confiança a todos os accionistas, credores ou interessados. Da mesma forma, a relação positiva encontrada entre os prémios de desempenho, vem reforçar a teoria defendida por autores como Jensen e Murphy, (1990), de que este é um mecanismo que impulsiona o desempenho da empresa pelo facto de tender a alinhar os interesses dos gestores e dos accionistas.

Apenas a variável ENDIV apresenta uma relação negativa significativa com ROE. Tal poderá ter como explicação o facto de quanto mais elevados forem os custos de financiamento maior será a tendência para a diminuição do resultado contabilístico.

Ao aplicar a regressão linear múltipla, para testar as complexas inter-relações dos vários mecanismos de controlo internos (incluindo o grau de cumprimento das recomendações

da CMVM e da OCDE), constatámos que todas as afirmações efectuadas anteriormente como resultado da regressão linear simples se aplicavam, à excepção da profissionalização da gestão (PG) que deixou de ter significância, tendo-se constatado ainda que o capital detido por outros accionistas (que não a Lena SGPS, S.A.) se torna significativa. Ou seja, quanto menor o capital detido por outros accionistas, maior tenderá a ser o desempenho da empresa, reforçando a teoria de que os grandes accionistas tendem a colmatar a falta de interesse e de motivação dos pequenos accionistas em controlar/monitorizar a empresa e a sua gestão.

5 CONCLUSÕES

O presente estudo, aborda a questão do Governo das Sociedades nas pequenas e médias empresas, debruçando-se concretamente sobre um grupo empresarial português da zona centro do país. O objectivo principal do mesmo, consiste em apurar se a prática de regras de bom Governo das Sociedades, nomeadamente das recomendações da CMVM e da OCDE, originam um impacto positivo no desempenho das empresas, incrementando consequentemente o seu valor. Para além disso, pretendeu-se também averiguar se a aplicação/cumprimento de alguns mecanismos de controlo interno, defendidos e testados por diversos autores, contribuem também eles para a melhoria do desempenho das empresas.

O estudo teve como base 57 empresas inseridas no Grupo Lena, tendo os dados sido recolhidos essencialmente através de um inquérito e através das Demonstrações Financeiras e Relatórios de Gestão relativas aos anos de 2005 e 2006.

Dos resultados obtidos da regressão linear simples foi possível verificar que o grau de cumprimentos das recomendações da CMVM e da OCDE em termos de governo das sociedades apurado por empresa se encontra em níveis satisfatoriamente acima da média (entre 45% e 82%).

No entanto, a principal conclusão a retirar, prende-se com o facto de que quanto maior o grau de aplicação das recomendações da CMVM e da OCDE em termos de governo das sociedades, maior será a tendência das empresas registarem melhorias do seu desempenho (mais concretamente através da melhoria do rácio ROE – Rendibilidade dos Capitais Próprios). Ou seja, por cada aumento de uma unidade do grau de cumprimentos das recomendações da CMVM e da OCDE, o ROE aumenta em média 1,485.

Foi possível concluir ainda, através de uma análise complementar, que são as recomendações directamente relacionadas com o órgão de administração/gerência e com a divulgação e transparência de informação que mais contribuem para a relação positiva e significativa apurada entre o grau de cumprimento das recomendações da CMVM e da OCDE e o ROE.

Os resultados enfatizam ainda a necessidade e a importância de controlar diferentes mecanismos internos que afectam o desempenho das empresas. Para a sua análise, usamos 7 mecanismos de controlo diferentes: n.º de membros no órgão de administração; n.º de membros do órgão de administração/gerência com funções executivas; profissionalização, capital detido por membros do órgão de administração/gerência; prémios de desempenho com base nos resultados, capital detido por outros accionistas que não a Lena SGPS, S.A. e o grau de endividamento das empresas. Contudo, após a o tratamento dos dados através da regressão linear simples, foi possível concluir que apenas os mecanismos de controlo: n.º de membros no órgão de administração/gerência (NMCA), profissionalização da gestão (PG) e prémios de desempenho com base nos resultados (PDCBR) têm uma relação significativa com o desempenho das empresas.

À excepção da variável “endividamento”, todas as outras variáveis se mostraram positivamente relacionadas com o desempenho. A variável endividamento que se esperava positivamente correlacionada com os indicadores de performance, apresenta uma relação negativa, levantando à questão, como mencionado por MacConnel e Servaes (1995), de se serão as empresas com maiores oportunidade de crescimento e consequente aumento de *cash-flows* que mais contribuem para esta relação negativa.

Por sua vez, a variável número de membros no órgão de administração, também contrariamente ao esperado, apresenta uma relação positiva com as variáveis o desempenho, demonstrando que o esforço de coordenação, flexibilização e comunicação contribuem para um maior e melhor desempenho da sociedade.

Todas as restantes variáveis, à excepção do número de membros no órgão de administração com funções executivas, capital detido por outros accionistas e capital detido por membros do órgão de administração corroboram as hipóteses defendidas e os resultados obtidos pela maioria dos autores que abordaram estes temas.

Pelo recurso à regressão linear múltipla, verificamos que todos os resultados apurados nos testes anteriores se mantêm, à excepção da profissionalização da gestão (PG) que deixa de ser considerada significativa quando relacionada com todos os outros mecanismos, e do capital detido por outros accionistas (CDOA) que passa a ser um

factor significativo quando em relação com todos os outros mecanismos (incluindo o grau de cumprimentos das recomendações da CMVM e da OCDE).

É de salientar no entanto que, em todos os resultados a qualidade do ajustamento é relativamente fraca ($R^2 < 20\%$) não nos permitindo retirar conclusões seguras para o universo da população em estudo (todas as empresas do Grupo Lena.).

Concluimos ainda que as recomendações da OCDE e da CMVM sobre Governo das Sociedades não deverão ser encaradas pelas empresas como uma obrigação, mas como uma forma de otimizar/controlar relações internas, melhorando conseqüentemente o seu desempenho e o seu valor de mercado.

Em estudos futuros, e tendo em conta que o tema de governo das sociedades ainda se encontra pouco explorado ao nível de Portugal, é proposto que o estudo seja aplicado a uma amostra representativa de todas as empresas portuguesas de pequena e média dimensão não cotadas em bolsa, e não apenas a um grupo restrito de empresas. Propomos ainda que o mecanismo de controlo interno “Parcerias e Relações Informais” seja incluído em termos práticos em estudos/análises futuras sobre a matéria, em virtude de este vir cada vez mais a assumir um importante papel no Governo das Sociedades.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agrawal, Anup; Knoeber, Charles (1996). "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, n.º 3, 377-397.

Alves, Carlos; Mendes, Vitor (2001). "Corporate Governance Policy and Company Performance: The case of Portugal". Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Working Paper n.º 112.

Anderson, Ronald; Reeb, David (2003). "Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P500". *Journal of Finance* 58, 1301-1328.

Bagnoli, Mark; Liu, Hsin-Tsai; Watts, Susan (2006). "Family Firms, Debtholder-Shareholder Agency Costs and the Use of Covenants in Private Debt". Krannert School of Management - Purdue University, IN 47907-2056.

Bauer, Rob; Günster, Nadja; Otten, Roger (2003). "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe". *Journal of Asset Management*, v. 5, n.º 2, pp. 91-104.

Beck, Paul; Zorn, Thomas (1982). "Managerial Incentives in a Stock Market Economy". *Journal of Finance* 37, n.º 5, 1151-1167.

Bennedsen, Morten; Kongsted, Hans; Nielsen, Kasper (2007), "The casual effect of board in the performance of small and medium-sized firms", *Journal of Banking & Finance*, doi:10.1016/j.jbankfin.2007.09.016.

Berger, Allen; Udell, Gregory (1995). "Relationships lending and lines of credit in small firm finance". *Journal of Business* 68, 351-382.

Berghe, Lutgart; Carchon, Steven (2003). "Agency relations within the Family Business System: An Exploratory Approach". *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, 171-179.

Berle, Adolf; Means, Gardiner (1932). "The Moderns Corporation and Private Property". *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 273-289.

Bhagat, Sanjai; Black, Bernard (2002). “*The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*”. The Journal of Corporation Law, 231-273.

Black, Bernard; Kim, Woochan; Jang, Hasung (2005). “*Does Corporate Governance Predict Firms Market Values? Time series Evidence from Korea*”. The Journal of Law, Economics, and Organization, Vol. 22, pp. 366-413.

Bromiley, P. e L. L. Cummings (1995), “Transactions Costs in organizations with Trust”, Research on Negotiation in Organizations, R. Bies, B. Sheppard e R. J. Lewicki, Greenwich, CT, JAI Press, *apud* Learmount (2002).

Brown, Lawrence; Caylor, Marcus (2006). “*Corporate Governance and Firm Valuation*”. Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 25, No. 4.

Brown, M. Craig (1982). “*Administrative Succession and Organizational Performance: The succession Effect*”. Administrative Science Quarterly, Vol. 27, 1-16.

Burkart, Mike; Gromb, Denis; Panunzi, Fausto (1997), “*Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm*”. Quarterly Journal of Economics 112, 693-728 .

Bushman, Robert et al. (2004). “*Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems*”. Journal of Accounting and Economics 37 (2004) 167–201.

Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance

Cadbury Report Committee (1992). “*Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*”. London.

Chung, Kee; Pruitt, Stephen (1995). “*Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework*”, Journal of Banking & Finance 20, 1135-1159.

CMVM (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários) (2003). “*Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades*”. Instituto Português de Corporate Governance.

Coughlan, Anne; Schmidt, Ronald (1985). “*Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation*”. *Journal of Accounting and Economics* 7, 43-66.

Cunha, Vera (2005). “*O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas*”. Tese de Mestrado em Contabilidade e Administração, Universidade do Minho.

Dahya, Jay; McConnel, John; Travlos, Nicholas (2002). “*The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover*”. *Journal of Finance* 57, 461-483.

Dahya, Jay; Dimitrov, Orlin; McConnell, John (2006). “*Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis*”, *Journal of Financial Economics* 87 (2008) 73–100.

Del Brio, Esther; Maia-Ramires, Elida (2005). “*Corporate Governance Mechanisms and Their Impacto in Managerial Value*”. Universidade de Salamanca, documento de trabalho n.º 09/05.

Drobetz, Wolfgang *et al.* (2004). “*An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation – Evidence from Switzerland*”. European Corporate Governance Institute, Working Paper n.º 34 (January).

Easterbrook, Frank (1984). “*Two Agency-Cost Explanations of Dividends*”. *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, 650-659.

Eisenberg, Theodore; Sundgren, Stefan; Wells, Martin (1998). “*Larger board size and decreasing firm value in small firms*”. *Journal of Financial Economics* 48, 35-54.

Ellul, Andrew; Guntay, Levent; Lel, Ugur, (2005), “*External Governance and Debt Agency Costs of Family Firms*”, *Indiana University*

Fama, Eugene; Jensen, Michael (1983). “*Separation of Ownership and Control*”. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983.

Fama, Eugene (1980). “*Agency Problems and the Theory of the Firm*”. *Journal of political Economy* 88, 288-307 .

Farinha, Jorge (2003). “*Corporate Governance: A survey of the literature*”. Centro de Estudos de Economia Industrial, do Trabalho e da Empresa; Working Paper G300.

Financial Reporting Council (2007). “*A Review of Narrative Reporting by UK Listed Companies in 2006*”. Accounting Standards Board.

Gougler, Klaus; Yurtoglu, B. Burcin (2002). “*Corporate governance and dividend payout policy in Germany*”. *European Economic Review* 47 (2003) 731 – 758.

Hart, Oliver (1983). “*The market mechanism as an Incentive Ascheme*”. *Bell Journal of Economics*, 42-64 *apud* Farinha (2003).

Hart, Oliver (1995). “*Corporate Governance: Some Theory and Implications*”. *The Economic Journal*, 105 (May), 678-689.

Hart, Oliver; Moore, John (1995). “*Debt and Seniority: An Analysis of the role of hard Claims in Constraining Management*”. *The American Economic Review*, Vol. 85, No. 3, 567-585.

<http://www.gee.min-economia.pt/default.aspx?cn=64476589AAAAAAAAAAAAAAAAAAAA>

<http://www.investne.com.br/noticias.php?id1=295&tipo10=An%C3%A1lise>

http://www.asempresasfamiliares.com.br/v04/files/perfo_1passos.asp

http://www.pwc.com/pl/eng/about/svcs/abas/corp/corp_bs.html

IFAC (International Federation of Accountants), (2004), “Enterprise Governance – Getting the Balance Right”, www.ifac.org.

Jensen, Michael; Meckling, William (1976). “*Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*”. *Journal of Financial Economics*; v. 3, n.º 4, 305-360.

Jensen, Michael; Murphy, Kevin (1990). “*Performance Pay and Top Management Incentives*”. *Journal of Political Economy* 11, 5-50;

Jensen, Michael (1986). “*Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*”. *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, 323-329.

Jensen, Michael (1998). “*The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*”. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 6 n.º4

Kanodia, Chandra; Bushman, Roben; Dickhaut, John (1989). “*Escalation Errors and the Sunk Cost Effect: An Explanation Based on Reputation and Information Asymmetries*”. *Journal of Accounting Research*, Vol. 27 No. 1.

Koch, Paul; Shenoy, Catherine (1999). “*The Information Content os Dividend and capital Structure Policies*”. *Financial Management*, Vol. 28, No. 4, 16 – 35.

Kumar, Praveen; Sivaramakrishnan, Shiva (2007). “*Who Monitors the Monitor? The Effect of Board Independence on Executive Compensation and Firm Value*”. *Social Science Research Network*, n.º 988543.

Kusnadi, Yuanto; Mark, Yuanto (2005). “*Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value*”. *Pacific-Basin Finance Journal* 13, 301-318.

Kwon, Young (2005). “*Accounting Conservatism and managerial Incentives*”. *Management Science*, Vol 51, n.º 11, pp. 1626-1632.

Lambert, Richard (1986). “*Executive effort and selection of risky projects*”. *Rand Journal of Economics*, Vol. 17, No. I.

La Porta, Rafael *et al.* (1997). “*Legal Determinants of External Finance*”. *Journal of Finance* 52, 1131-1150.

Learmount, Simon (2002). “*Theorizing Corporate Governance: New Organizational Alternatives*”. *University of Cambridge, Working Paper n.º 237*.

Lochard, Jean (2003). *“Os rácios essenciais”*. Lisboa. Bertrand Editora, 267.

Loderer, Claudio; Martin, Kenneth (1997). *“Executive stock ownership and performance tracking faint traces”*. Journal of Financial Economics 45, 223-255.

Lopez, Felix; Andres, Pablo; Azofra, Valentin (2005). *“Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness”*. Blackwell Publishing, Vol. 3, n.º 2, 197-212.

Mansi, Sattar; Reeb, David (2002). *“Corporate diversification: what gets discounted?”*, Journal of Finance, Vol. 57 pp.2167-82.

Maroco, João (2007). *“Análise estatística: com a utilização do SPSS”*. Edições Sílabo.

McConnell, John; Servaes, Henri (1995). *“Equity Ownership and the Two Faces of Debt”*. Journal of Financial Economics 39, 131-157.

Mishra, Chandra; McConaughty, Daniel (1999). *“Founding family control and capital structure: The risk of loss of control and the aversion to debt”*. Entrepreneurship Theory and Practice 23, 53-64.

Mooradian, Robert; Yang, Shiawee (2001). *“Dividend Policy and Firm Performance: Hotel REITs vs. Non-REIT Hotel Companies”*. Journal of Real estate Portfolio Management, 79.

Mueller, Elisabeth; Spitz, Alexandra (2001). *“Managerial Ownership and Firm Performance in German Small and Medium-Sized Enterprises”*. Centre for European Economic, Research Discussion Paper n.º 01-72.

Niskanen, Mervi; Niskanen, Jyrki (2006). *“Small Business Borrowing and the OwnerManager Agency Costs: Evidence on Finnish Data”*. SSRN Electronic Paper Collection, JEL: G3.

OCDE - Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2004). *“Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”*. European Corporate Governance Institute.

Paeglis, Imants; Tirtiroglu, Dogan (2007). “*The External Monitoring Bodies View of the Board Independence in the New Public Family Firms*”. *Advances in Financial Economics*, Volume 12, 2007, Pages 137-164.

Pestana, Maria; Gageiro, João (2003). “*Análise de dados para ciências sociais: a complementaridade do SPSS*”. Edições Sílabo.

Pestana, Maria; Gageiro, João (2005). “*Descobrimo a Regressão: Com a complementaridade do SPSS*”. Edições Sílabo.

Powel, Walter (1996). “*Trust-Based Forms of Governance*” *apud* Learmount, Simon (2002). “*Theorizing Corporate Governance: New organizational alternatives*”. ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper n.º 237.

Roberts, John (2001b). “*Trust and Control in Anglo-American Systems of Corporate Governance: the individualizing and socializing effects of process of accountability*”. *Human Relations* 54 (2), 1547-1572.

Safieddine, Assem; Titman, Sheridan (1999). “*Leverage and Corporate Performance Evidence from Unsuccessful Takeovers*”. *The Journal of Finance*, Vol. LIV, n.º 547-580.

Sako, Mari (1998). “*Does Trust Improve Business Relations?*” *apud* Learmount, Simon (2002). “*Theorizing Corporate Governance: New organizational alternatives*”, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper n.º 237.

Shleifer, Andrei; Burkart, Mike; Panunzi, Fausto (2003). “*Family Firms*”. *The Journal of Finance*, Vol 58, n.º 5, 2167-2201.

Shleifer, Andrei; Vishny, Robert (1997). “*A Survey of Corporate Governance*”. *Journal of Finance*, Vol. 52, n.º 2, 737-783.

Silva, Artur *et al.* (2006). “*Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*”. Instituto Português de Corporate Governance.

Stevens, Jerry; Jose, Manuel (1996). “*The Effects of Dividend Payout, Stability, and Smoothing on Firm Value*”. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol.7, 195-213.

Tenev, Stoyan; Zhang Chunlin (2002). “*Corporate Governance and Enterprise Reform in China- Building the Institutions of Modern Markets, Chapter 3 - The Corporate Governance of Transformed Small and Medium Enterprises*”. IFC - International Finance Corporation.

Villalonga, Bellen; Hamit, Raphael (2004). “*How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value?*”. EFA 2004 Maastricht Meetings Paper No. 3620.

Weaver, Robert (1956). “*Equity financing for the small firm*”. *Harvard Business Review* 34, 91-102.

Weill, Laurent (2003). “*Leverage and Corporate Performance: A Frontier Efficiency Analysis on European Countries*”. EFMA 2003 Helsinki Meetings.

Williamson, Oliver (1975). “*Markets and Hierarchies: analysis and antitrust implications*”. New York: Free Press.

Yermack, David (1996). “*Higher market valuation of companies with a small board of directors*”. *Journal of Financial Economics* 40 (1996) 185-211.

Zhang, Junxi *et al.* (2002). “*Corporate Governance and Firm Valuations in China*”. University of Hong Kong - Center for China Financial Research.

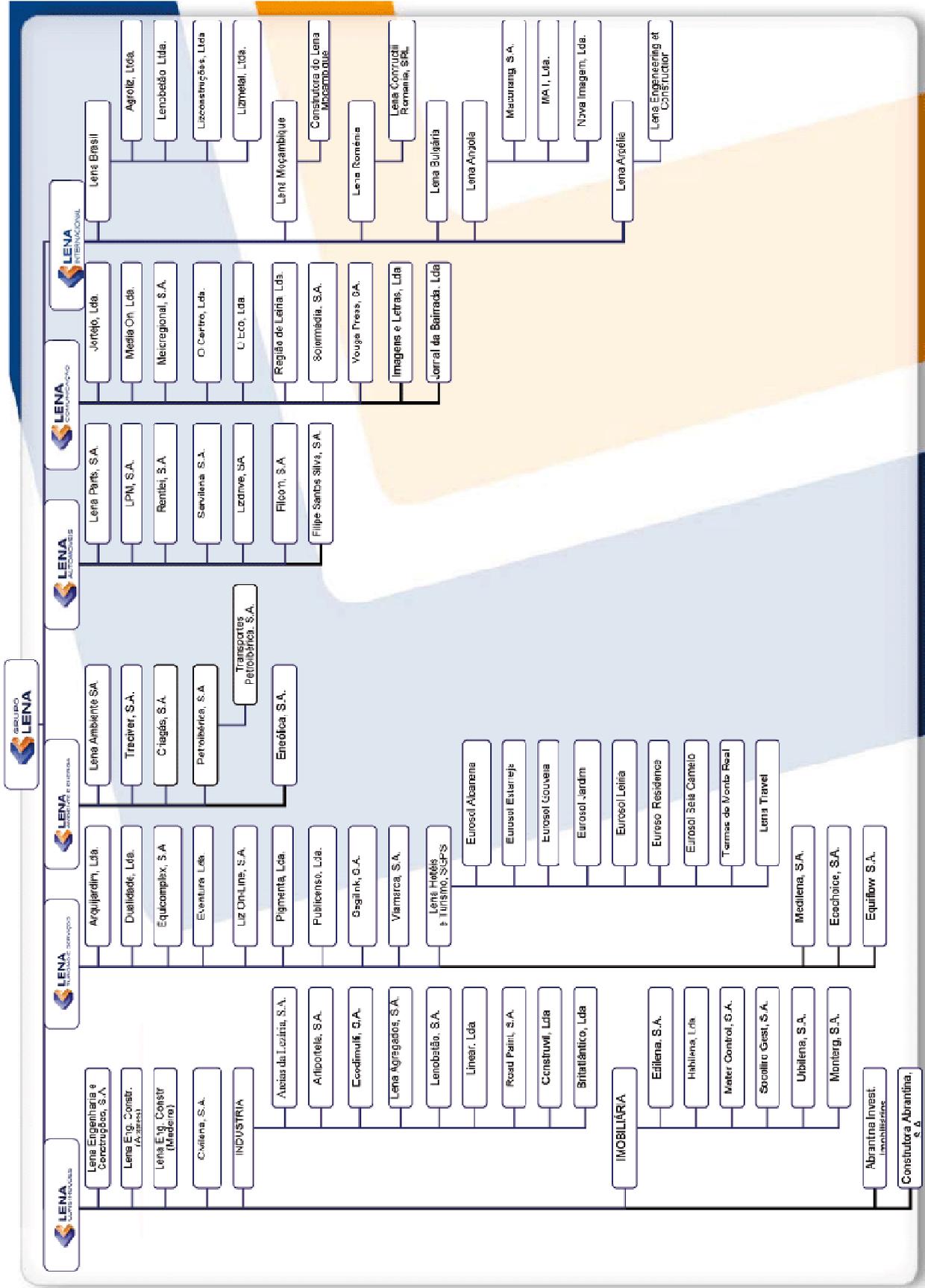
Zhenyu, Wu (2006). “*An alternative view of corporate governance in small family firms: monitoring and Professionalization*”. Financial Management Association.

Zhou, Xianming (2000). “*CEO pay, firm size, and corporate performance: evidence from Canada: executive compensation*”. *Canadian Journal of Economics*, Vol. 22, 213-251.

APÊNDICES

7.1. APÊNDICE I

ORGANOGRAMA DO GRUPO LENA



7.2. APÊNDICE II

TESTE DO QUI-QUADRADO E TESTE EXACTO DE FISHER

7.2.1 VOLUME DE NEGÓCIOS

ICG

Crosstab

		ICG		Total	
		26% - 65% Cumprimento	66% -85% Cumprimento		
VN	≤ 500.000 €	Count	10	11	21
		Expected Count	12,5	8,5	21,0
		% within VN	47,6%	52,4%	100,0%
		% within ICG	29,4%	47,8%	36,8%
		Adjusted Residual	-1,4	1,4	
	500.000 € - 10.000.000 €	Count	20	8	28
		Expected Count	16,7	11,3	28,0
		% within VN	71,4%	28,6%	100,0%
		% within ICG	58,8%	34,8%	49,1%
		Adjusted Residual	1,8	-1,8	
	> 10.000.000 €	Count	4	4	8
		Expected Count	4,8	3,2	8,0
		% within VN	50,0%	50,0%	100,0%
		% within ICG	11,8%	17,4%	14,0%
		Adjusted Residual	-,6	,6	
Total		Count	34	23	57
		Expected Count	34,0	23,0	57,0
		% within VN	59,6%	40,4%	100,0%
		% within ICG	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	3,186 ^a	2	,203	,208		
Likelihood Ratio	3,225	2	,199	,241		
Fisher's Exact Test	3,233			,208		
Linear-by-Linear Association	,483 ^b	1	,487	,556	,311	,125
N of Valid Cases	57					

a. 2 cells (33,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 3,23.
b. The standardized statistic is -,695.

NMCA

Crosstab

		NMCA		Total	
		< 3 Membros no O.A	> 4 Membros no O.A		
VN	≤ 500.000 €	Count	18	3	21
		Expected Count	12,9	8,1	21,0
		% within VN	85,7%	14,3%	100,0%
		% within NMCA	51,4%	13,6%	36,8%
		Adjusted Residual	2,9	-2,9	
	500.000 € - 10.000.000 €	Count	16	12	28
		Expected Count	17,2	10,8	28,0
		% within VN	57,1%	42,9%	100,0%
		% within NMCA	45,7%	54,5%	49,1%
		Adjusted Residual	-,6	,6	
	> 10.000.000 €	Count	1	7	8
		Expected Count	4,9	3,1	8,0
		% within VN	12,5%	87,5%	100,0%
		% within NMCA	2,9%	31,8%	14,0%
		Adjusted Residual	-3,1	3,1	
Total		Count	35	22	57
		Expected Count	35,0	22,0	57,0
		% within VN	61,4%	38,6%	100,0%
		% within NMCA	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	13,524 ^a	2	,001	,001		
Likelihood Ratio	14,532	2	,001	,001		
Fisher's Exact Test	13,361			,001		
Linear-by-Linear Association	12,948 ^b	1	,000	,000	,000	,000
N of Valid Cases	57					

a. 2 cells (33,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 3,09.
b. The standardized statistic is 3,598.

NMCAFE

Crosstab

			NMCAFE		Total
			< 2 Membros no O.A. c/ funções executivas	>3 Membros no O.A. c/ funções executivas	
VN	<= 500.000 €	Count	11	10	21
		Expected Count	8,8	12,2	21,0
		% within VN	52,4%	47,6%	100,0%
		% within NMCAFE	45,8%	30,3%	36,8%
		Adjusted Residual	1,2	-1,2	
500.000 € - 10.000.000 €	Count	Count	10	18	28
		Expected Count	11,8	16,2	28,0
		% within VN	35,7%	64,3%	100,0%
		% within NMCAFE	41,7%	54,5%	49,1%
		Adjusted Residual	-1,0	1,0	
> 10.000.000 €	Count	Count	3	5	8
		Expected Count	3,4	4,6	8,0
		% within VN	37,5%	62,5%	100,0%
		% within NMCAFE	12,5%	15,2%	14,0%
		Adjusted Residual	-,3	,3	
Total	Count	Count	24	33	57
		Expected Count	24,0	33,0	57,0
		% within VN	42,1%	57,9%	100,0%
		% within NMCAFE	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	1,448 ^a	2	,485	,539		
Likelihood Ratio	1,444	2	,486	,539		
Fisher's Exact Test	1,470			,505		
Linear-by-Linear Association	,988 ^a	1	,320	,334	,213	,097
N of Valid Cases	57					

- a. 2 cells (33,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 3,37.
b. The standardized statistic is ,994.

PG

Crosstab

			PG		Total
			> 1 Membros Profissionalizados	> 2 membros Profissionalizados	
VN	<= 500.000 €	Count	18	3	21
		Expected Count	14,0	7,0	21,0
		% within VN	85,7%	14,3%	100,0%
		% within PG	47,4%	15,8%	36,8%
		Adjusted Residual	2,3	-2,3	
500.000 € - 10.000.000 €	Count	Count	18	10	28
		Expected Count	18,7	9,3	28,0
		% within VN	64,3%	35,7%	100,0%
		% within PG	47,4%	52,6%	49,1%
		Adjusted Residual	-,4	,4	
> 10.000.000 €	Count	Count	2	6	8
		Expected Count	5,3	2,7	8,0
		% within VN	25,0%	75,0%	100,0%
		% within PG	5,3%	31,6%	14,0%
		Adjusted Residual	-2,7	2,7	
Total	Count	Count	38	19	57
		Expected Count	38,0	19,0	57,0
		% within VN	66,7%	33,3%	100,0%
		% within PG	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	9,750 ^a	2	,008	,006		
Likelihood Ratio	9,842	2	,007	,011		
Fisher's Exact Test	9,265			,008		
Linear-by-Linear Association	9,132 ^a	1	,003	,003	,002	,002
N of Valid Cases	57					

- a. 1 cells (16,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 2,67.
b. The standardized statistic is 3,022.

CDMOA

Crosstab

			CDMOA		Total
			Não	Sim	
VN	<= 500.000 €	Count	9	12	21
		Expected Count	10,7	10,3	21,0
		% within VN	42,9%	57,1%	100,0%
		% within CDMOA	31,0%	42,9%	36,8%
		Adjusted Residual	-,9	,9	
500.000 € - 10.000.000 €	Count	Count	15	13	28
		Expected Count	14,2	13,8	28,0
		% within VN	53,6%	46,4%	100,0%
		% within CDMOA	51,7%	46,4%	49,1%
		Adjusted Residual	,4	-,4	
> 10.000.000 €	Count	Count	5	3	8
		Expected Count	4,1	3,9	8,0
		% within VN	62,5%	37,5%	100,0%
		% within CDMOA	17,2%	10,7%	14,0%
		Adjusted Residual	,7	-,7	
Total	Count	Count	29	28	57
		Expected Count	29,0	28,0	57,0
		% within VN	50,9%	49,1%	100,0%
		% within CDMOA	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	1,054 ^a	2	,590	,585		
Likelihood Ratio	1,061	2	,588	,585		
Fisher's Exact Test	1,073			,585		
Linear-by-Linear Association	1,032 ^a	1	,310	,337	,206	,093
N of Valid Cases	57					

- a. 2 cells (33,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 3,93.
 b. The standardized statistic is -1,016.

PDBR

Crosstab

			PDBR		Total
			Não	Sim	
VN	<= 500.000 €	Count	21	0	21
		Expected Count	18,8	2,2	21,0
		% within VN	100,0%	,0%	100,0%
		% within PDBR	41,2%	,0%	36,8%
		Adjusted Residual	2,0	-2,0	
500.000 € - 10.000.000 €	Count	Count	26	2	28
		Expected Count	25,1	2,9	28,0
		% within VN	92,9%	7,1%	100,0%
		% within PDBR	51,0%	33,3%	49,1%
		Adjusted Residual	,8	-,8	
> 10.000.000 €	Count	Count	4	4	8
		Expected Count	7,2	,8	8,0
		% within VN	50,0%	50,0%	100,0%
		% within PDBR	7,8%	66,7%	14,0%
		Adjusted Residual	-3,9	3,9	
Total	Count	Count	51	6	57
		Expected Count	51,0	6,0	57,0
		% within VN	89,5%	10,5%	100,0%
		% within PDBR	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	16,046 ^a	2	,000	,001		
Likelihood Ratio	12,860	2	,002	,003		
Fisher's Exact Test	11,083			,001		
Linear-by-Linear Association	11,547 ^a	1	,001	,001	,001	,001
N of Valid Cases	57					

- a. 3 cells (50,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,84.
 b. The standardized statistic is 3,398.

CDOA

Crosstab

			CDOA			Total
			< 20% Capital Social	21% - 50% Capital Social	> 51% Capital Social	
VN	<= 500.000 €	Count	4	9	8	21
		Expected Count	4,4	11,1	5,5	21,0
		% within VN	19,0%	42,9%	38,1%	100,0%
		% within CDOA	33,3%	30,0%	53,3%	36,8%
		Adjusted Residual	-,3	-1,1	1,5	
500.000 € - 10.000.000 €	Count	Count	7	17	4	28
		Expected Count	5,9	14,7	7,4	28,0
		% within VN	25,0%	60,7%	14,3%	100,0%
		% within CDOA	58,3%	56,7%	26,7%	49,1%
		Adjusted Residual	,7	1,2	-2,0	
> 10.000.000 €	Count	Count	1	4	3	8
		Expected Count	1,7	4,2	2,1	8,0
		% within VN	12,5%	50,0%	37,5%	100,0%
		% within CDOA	8,3%	13,3%	20,0%	14,0%
		Adjusted Residual	-,6	-,2	,8	
Total	Count	Count	12	30	15	57
		Expected Count	12,0	30,0	15,0	57,0
		% within VN	21,1%	52,6%	26,3%	100,0%
		% within CDOA	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	4,292 ^a	4	,368	,389		
Likelihood Ratio	4,468	4	,346	,429		
Fisher's Exact Test	4,371			,365		
Linear-by-Linear Association	,139 ^b	1	,710	,779	,409	,104
N of Valid Cases	57					

a. 4 cells (44,4%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,68.

b. The standardized statistic is -,372.

ENDIV

Crosstab

			ENDIV				Total
			< 25%	26% - 50%	51% - 100%	> 100%	
VN	<= 500.000 €	Count	8	6	3	4	21
		Expected Count	8,5	3,3	2,9	6,3	21,0
		% within VN	38,1%	28,6%	14,3%	19,0%	100,0%
		% within ENDIV	34,8%	66,7%	37,5%	23,5%	36,8%
		Adjusted Residual	-,3	2,0	,0	-1,4	
500.000 € - 10.000.000 €	Count	Count	12	2	5	9	28
		Expected Count	11,3	4,4	3,9	8,4	28,0
		% within VN	42,9%	7,1%	17,9%	32,1%	100,0%
		% within ENDIV	52,2%	22,2%	62,5%	52,9%	49,1%
		Adjusted Residual	,4	-1,8	,8	,4	
> 10.000.000 €	Count	Count	3	1	0	4	8
		Expected Count	3,2	1,3	1,1	2,4	8,0
		% within VN	37,5%	12,5%	,0%	50,0%	100,0%
		% within ENDIV	13,0%	11,1%	,0%	23,5%	14,0%
		Adjusted Residual	-,2	-,3	-1,2	1,3	
Total	Count	Count	23	9	8	17	57
		Expected Count	23,0	9,0	8,0	17,0	57,0
		% within VN	40,4%	15,8%	14,0%	29,8%	100,0%
		% within ENDIV	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	7,015 ^a	6	,319	,329		
Likelihood Ratio	7,971	6	,240	,318		
Fisher's Exact Test	6,380			,360		
Linear-by-Linear Association	,931 ^b	1	,335	,364	,189	,038
N of Valid Cases	57					

a. 8 cells (66,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,12.

b. The standardized statistic is ,965.

7.2.2 CONSELHO ESTRATÉGICO

ICG

		Crosstab			
		ICG		Total	
		26% - 65% Cumprimento	66% - 85% Cumprimento		
CE	Construção	Count	11	1	12
		Expected Count	7,2	4,8	12,0
		% within CE	91,7%	8,3%	100,0%
		% within ICG	32,4%	4,3%	21,1%
		Adjusted Residual	2,5	-2,5	
Automóveis		Count	7	2	9
		Expected Count	5,4	3,6	9,0
		% within CE	77,8%	22,2%	100,0%
		% within ICG	20,6%	8,7%	15,6%
		Adjusted Residual	1,2	-1,2	
Turismo e Serviços		Count	6	12	18
		Expected Count	10,7	7,3	18,0
		% within CE	33,3%	66,7%	100,0%
		% within ICG	17,6%	52,2%	31,6%
		Adjusted Residual	-2,8	2,8	
Comunicação		Count	9	0	9
		Expected Count	5,4	3,6	9,0
		% within CE	100,0%	,0%	100,0%
		% within ICG	26,5%	,0%	15,8%
		Adjusted Residual	2,7	-2,7	
Gás e Ambiente		Count	1	4	5
		Expected Count	3,0	2,0	5,0
		% within CE	20,0%	80,0%	100,0%
		% within ICG	2,9%	17,4%	8,8%
		Adjusted Residual	-1,9	1,9	
Outras Participações		Count	0	4	4
		Expected Count	2,4	1,6	4,0
		% within CE	,0%	100,0%	100,0%
		% within ICG	,0%	17,4%	7,0%
		Adjusted Residual	-2,5	2,5	
Total		Count	34	23	57
		Expected Count	34,0	23,0	57,0
		% within CE	59,6%	40,4%	100,0%
		% within ICG	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests						
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	26,786 ^a	5	,000	,000		
Likelihood Ratio	32,545	5	,000	,000		
Fisher's Exact Test	26,612			,000		
Linear-by-Linear Association	9,456 ^b	1	,002	,002	,001	,001
N of Valid Cases	57					

a. 7 cells (59,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,61.

b. The standardized statistic is 3,075.

NMCA

		Crosstab			
		NMCA		Total	
		< 3 Membros no O.A.	> 4 Membros no O.A.		
CE	Construção	Count	2	10	12
		Expected Count	7,4	4,6	12,0
		% within CE	16,7%	83,3%	100,0%
		% within NMCA	5,7%	45,5%	21,1%
		Adjusted Residual	-3,6	3,6	
Automóveis		Count	2	7	9
		Expected Count	5,5	3,5	9,0
		% within CE	22,2%	77,8%	100,0%
		% within NMCA	5,7%	31,8%	15,8%
		Adjusted Residual	-2,8	2,8	
Turismo e Serviços		Count	15	3	18
		Expected Count	11,1	6,9	18,0
		% within CE	83,3%	16,7%	100,0%
		% within NMCA	42,9%	13,6%	31,6%
		Adjusted Residual	2,3	-2,3	
Comunicação		Count	9	0	9
		Expected Count	5,5	3,5	9,0
		% within CE	100,0%	,0%	100,0%
		% within NMCA	25,7%	,0%	15,8%
		Adjusted Residual	2,6	-2,6	
Gás e Ambiente		Count	3	2	5
		Expected Count	3,1	1,9	5,0
		% within CE	60,0%	40,0%	100,0%
		% within NMCA	8,6%	9,1%	8,8%
		Adjusted Residual	,0	,1	
Outras Participações		Count	4	0	4
		Expected Count	2,5	1,5	4,0
		% within CE	100,0%	,0%	100,0%
		% within NMCA	11,4%	,0%	7,0%
		Adjusted Residual	1,6	-1,6	
Total		Count	35	22	57
		Expected Count	35,0	22,0	57,0
		% within CE	61,4%	38,6%	100,0%
		% within NMCA	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests						
	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	27,792 ^a	5	,000	,000		
Likelihood Ratio	32,729	5	,000	,000		
Fisher's Exact Test	27,303			,000		
Linear-by-Linear Association	16,798 ^b	1	,000	,000	,000	,000
N of Valid Cases	57					

a. 7 cells (58,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,54.

b. The standardized statistic is -4,099.

NMCAFE

Crosstab

			NMCAFE		Total
			< 2 Membros no O.A. c/ funções executivas	> 3 Membros no O.A. c/ funções executivas	
CE	Construção	Count	0	12	12
		Expected Count	5,1	6,9	12,0
		% within CE	0,0%	100,0%	100,0%
		% within NMCAFE	0,0%	36,4%	21,1%
		Adjusted Residual	-3,3	3,3	
Automóveis		Count	6	3	9
		Expected Count	3,8	5,2	9,0
		% within CE	66,7%	33,3%	100,0%
		% within NMCAFE	25,0%	9,1%	15,8%
		Adjusted Residual	1,6	-1,6	
Turismo e Serviços		Count	9	9	18
		Expected Count	7,6	10,4	18,0
		% within CE	50,0%	50,0%	100,0%
		% within NMCAFE	37,5%	27,3%	31,6%
		Adjusted Residual	,8	-,8	
Comunicação		Count	8	1	9
		Expected Count	3,8	5,2	9,0
		% within CE	88,9%	11,1%	100,0%
		% within NMCAFE	33,3%	3,0%	15,8%
		Adjusted Residual	3,1	-3,1	
Gás e Ambiente		Count	0	5	5
		Expected Count	2,1	2,9	5,0
		% within CE	0,0%	100,0%	100,0%
		% within NMCAFE	0,0%	15,2%	8,8%
		Adjusted Residual	-2,0	2,0	
Outras Participações		Count	1	3	4
		Expected Count	1,7	2,3	4,0
		% within CE	25,0%	75,0%	100,0%
		% within NMCAFE	4,2%	9,1%	7,0%
		Adjusted Residual	-,7	,7	
Total		Count	24	33	57
		Expected Count	24,0	33,0	57,0
		% within CE	42,1%	57,9%	100,0%
		% within NMCAFE	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	23,612 ^a	5	,000	,000		
Likelihood Ratio	30,404	5	,000	,000		
Fisher's Exact Test	24,647			,000		
Linear-by-Linear Association	1,128 ^b	1	,288	,320	,167	,041
N of Valid Cases	57					

a. 6 cells (50,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,68.

b. The standardized statistic is -1,062.

PG

Crosstab

			PG		Total
			> 1 Membros Profissionalizados	> 2 membros Profissionalizados	
CE	Construção	Count	2	10	12
		Expected Count	8,0	4,0	12,0
		% within CE	16,7%	83,3%	100,0%
		% within PG	5,3%	52,6%	21,1%
		Adjusted Residual	-4,1	4,1	
Automóveis		Count	7	2	9
		Expected Count	6,0	3,0	9,0
		% within CE	77,8%	22,2%	100,0%
		% within PG	18,4%	10,5%	15,8%
		Adjusted Residual	,8	-,8	
Turismo e Serviços		Count	16	2	18
		Expected Count	12,0	6,0	18,0
		% within CE	88,9%	11,1%	100,0%
		% within PG	42,1%	10,5%	31,6%
		Adjusted Residual	2,4	-2,4	
Comunicação		Count	8	1	9
		Expected Count	6,0	3,0	9,0
		% within CE	88,9%	11,1%	100,0%
		% within PG	21,1%	5,3%	15,8%
		Adjusted Residual	1,5	-1,5	
Gás e Ambiente		Count	1	4	5
		Expected Count	3,3	1,7	5,0
		% within CE	20,0%	80,0%	100,0%
		% within PG	2,6%	21,1%	8,8%
		Adjusted Residual	-2,3	2,3	
Outras Participações		Count	4	0	4
		Expected Count	2,7	1,3	4,0
		% within CE	100,0%	,0%	100,0%
		% within PG	10,5%	,0%	7,0%
		Adjusted Residual	1,5	-1,5	
Total		Count	38	19	57
		Expected Count	38,0	19,0	57,0
		% within CE	66,7%	33,3%	100,0%
		% within PG	100,0%	100,0%	100,0%

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	26,900 ^a	5	,000	,000		
Likelihood Ratio	28,373	5	,000	,000		
Fisher's Exact Test	24,564			,000		
Linear-by-Linear Association	5,515 ^b	1	,019	,021	,011	,005
N of Valid Cases	57					

a. 7 cells (58,3%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,33.

b. The standardized statistic is -2,348.

CDMOA

			CDMOA		Total
			Não	Sim	
CE	Construção	Count	9	3	12
		Expected Count	6,1	5,9	12,0
		% within CE	75,0%	25,0%	100,0%
		% within CDMOA	31,0%	10,7%	21,1%
		Adjusted Residual	1,9	-1,9	
	Automóveis	Count	7	2	9
		Expected Count	4,6	4,4	9,0
		% within CE	77,8%	22,2%	100,0%
		% within CDMOA	24,1%	7,1%	15,8%
		Adjusted Residual	1,8	-1,8	
Turismo e Serviços	Count	5	13	18	
	Expected Count	9,2	8,8	18,0	
	% within CE	27,8%	72,2%	100,0%	
	% within CDMOA	17,2%	46,4%	31,6%	
	Adjusted Residual	-2,4	2,4		
Comunicação	Count	4	5	9	
	Expected Count	4,6	4,4	9,0	
	% within CE	44,4%	55,6%	100,0%	
	% within CDMOA	13,0%	17,9%	15,8%	
	Adjusted Residual	-,4	,4		
Gás e Ambiente	Count	3	2	5	
	Expected Count	2,5	2,5	5,0	
	% within CE	60,0%	40,0%	100,0%	
	% within CDMOA	10,3%	7,1%	8,8%	
	Adjusted Residual	-,4	-,4		
Outras Participações	Count	1	3	4	
	Expected Count	2,0	2,0	4,0	
	% within CE	25,0%	75,0%	100,0%	
	% within CDMOA	3,4%	10,7%	7,0%	
	Adjusted Residual	-1,1	1,1		
Total	Count	29	28	57	
	Expected Count	29,0	28,0	57,0	
	% within CE	50,9%	49,1%	100,0%	
	% within CDMOA	100,0%	100,0%	100,0%	

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	10,630 ^a	5	,059	,054		
Likelihood Ratio	11,106	5	,049	,078		
Fisher's Exact Test	10,403			,052		
Linear-by-Linear Association	3,889 ^a	1	,049	,059	,030	,010
N of Valid Cases	57					

- a. 8 cells (66,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 1,96.
b. The standardized statistic is 1,972.

PDBR

			PDBR		Total
			Não	Sim	
CE	Construção	Count	11	1	12
		Expected Count	10,7	1,3	12,0
		% within CE	91,7%	8,3%	100,0%
		% within PDBR	21,6%	16,7%	21,1%
		Adjusted Residual	,3	-,3	
	Automóveis	Count	7	2	9
		Expected Count	8,1	,9	9,0
		% within CE	77,8%	22,2%	100,0%
		% within PDBR	13,7%	33,3%	15,8%
		Adjusted Residual	-1,2	1,2	
Turismo e Serviços	Count	15	3	18	
	Expected Count	16,1	1,9	18,0	
	% within CE	83,3%	16,7%	100,0%	
	% within PDBR	29,4%	50,0%	31,6%	
	Adjusted Residual	-1,0	1,0		
Comunicação	Count	9	0	9	
	Expected Count	8,1	,9	9,0	
	% within CE	100,0%	,0%	100,0%	
	% within PDBR	17,6%	,0%	15,8%	
	Adjusted Residual	1,1	-1,1		
Gás e Ambiente	Count	5	0	5	
	Expected Count	4,5	,5	5,0	
	% within CE	100,0%	,0%	100,0%	
	% within PDBR	9,8%	,0%	8,8%	
	Adjusted Residual	,8	-,8		
Outras Participações	Count	4	0	4	
	Expected Count	3,6	,4	4,0	
	% within CE	100,0%	,0%	100,0%	
	% within PDBR	7,8%	,0%	7,0%	
	Adjusted Residual	,7	-,7		
Total	Count	51	6	57	
	Expected Count	51,0	6,0	57,0	
	% within CE	89,5%	10,5%	100,0%	
	% within PDBR	100,0%	100,0%	100,0%	

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	4,207 ^a	5	,520	,553		
Likelihood Ratio	5,722	5	,334	,491		
Fisher's Exact Test	3,169			,725		
Linear-by-Linear Association	1,229 ^a	1	,268	,314	,171	,068
N of Valid Cases	57					

- a. 8 cells (66,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,42.
b. The standardized statistic is -1,108.

CDOA

Crosstab

			CDOA			Total
			< 20% Capital Social	21% - 50% Capital Social	> 51% Capital Social	
CE	Construção	Count	2	8	2	12
		Expected Count	2,5	6,3	3,2	12,0
		% within CE	16,7%	66,7%	16,7%	100,0%
		% within CDOA	16,7%	26,7%	13,3%	21,1%
	Adjusted Residual	-.4	1,1	-.9		
	Automóveis	Count	0	7	2	9
		Expected Count	1,9	4,7	2,4	9,0
		% within CE	,0%	77,8%	22,2%	100,0%
		% within CDOA	,0%	23,3%	13,3%	15,8%
	Adjusted Residual	-1,7	1,6	-.3		
	Turismo e Serviços	Count	9	7	2	18
		Expected Count	3,8	9,5	4,7	18,0
		% within CE	50,0%	38,9%	11,1%	100,0%
		% within CDOA	75,0%	23,3%	13,3%	31,6%
	Adjusted Residual	3,6	-1,4	-1,8		
	Comunicação	Count	0	3	6	9
Expected Count		1,9	4,7	2,4	9,0	
% within CE		,0%	33,3%	66,7%	100,0%	
% within CDOA		,0%	10,0%	40,0%	15,8%	
Adjusted Residual	-1,7	-1,3	3,0			
Gás e Ambiente	Count	0	4	1	5	
	Expected Count	1,1	2,6	1,3	5,0	
	% within CE	,0%	80,0%	20,0%	100,0%	
	% within CDOA	,0%	13,3%	6,7%	8,8%	
Adjusted Residual	-1,2	1,3	-.3			
Outras Participações	Count	1	1	2	4	
	Expected Count	,8	2,1	1,1	4,0	
	% within CE	25,0%	25,0%	50,0%	100,0%	
	% within CDOA	8,3%	3,3%	13,3%	7,0%	
Adjusted Residual	,2	-1,1	1,1			
Total	Count	12	30	15	57	
	Expected Count	12,0	30,0	15,0	57,0	
	% within CE	21,1%	52,6%	26,3%	100,0%	
	% within CDOA	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	24,811 ^a	10	,006	,004		
Likelihood Ratio	26,333	10	,003	,007		
Fisher's Exact Test	20,593			,007		
Linear-by-Linear Association	1,419 ^b	1	,234	,243	,132	,026
N of Valid Cases	57					

- a. 16 cells (88,9%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,84.
b. The standardized statistic is 1,191.

ENDIV

Crosstab

			ENDIV				Total
			< 25%	26% - 50%	51% - 100%	> 100%	
CE	Construção	Count	6	1	3	2	12
		Expected Count	4,8	1,9	1,7	3,6	12,0
		% within CE	50,0%	8,3%	25,0%	16,7%	100,0%
		% within ENDIV	26,1%	11,1%	37,5%	11,8%	21,1%
	Adjusted Residual	,8	-,8	1,2	-1,1		
	Automóveis	Count	1	1	1	6	9
		Expected Count	3,6	1,4	1,3	2,7	9,0
		% within CE	11,1%	11,1%	11,1%	66,7%	100,0%
		% within ENDIV	4,3%	11,1%	12,5%	35,3%	15,8%
	Adjusted Residual	-1,9	-.4	-.3	2,6		
	Turismo e Serviços	Count	9	3	1	5	18
		Expected Count	7,3	2,8	2,5	5,4	18,0
		% within CE	50,0%	16,7%	5,6%	27,8%	100,0%
		% within ENDIV	39,1%	33,3%	12,5%	29,4%	31,6%
	Adjusted Residual	1,0	,1	-1,3	-.2		
	Comunicação	Count	2	4	1	2	9
Expected Count		3,6	1,4	1,3	2,7	9,0	
% within CE		22,2%	44,4%	11,1%	22,2%	100,0%	
% within ENDIV		8,7%	44,4%	12,5%	11,8%	15,6%	
Adjusted Residual	-1,2	2,6	-.3	-.5			
Gás e Ambiente	Count	2	0	1	2	5	
	Expected Count	2,0	,8	,7	1,5	5,0	
	% within CE	40,0%	,0%	20,0%	40,0%	100,0%	
	% within ENDIV	8,7%	,0%	12,5%	11,8%	8,8%	
Adjusted Residual	,0	-1,0	,4	,5			
Outras Participações	Count	3	0	1	0	4	
	Expected Count	1,6	,6	,6	1,2	4,0	
	% within CE	75,0%	,0%	25,0%	,0%	100,0%	
	% within ENDIV	13,0%	,0%	12,5%	,0%	7,0%	
Adjusted Residual	1,5	-.9	,7	-1,4			
Total	Count	23	9	8	17	57	
	Expected Count	23,0	9,0	8,0	17,0	57,0	
	% within CE	40,4%	15,8%	14,0%	29,8%	100,0%	
	% within ENDIV	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)	Point Probability
Pearson Chi-Square	20,068 ^a	15	,169	, ^b		
Likelihood Ratio	20,924	15	,139	,275		
Fisher's Exact Test	17,284			,193		
Linear-by-Linear Association	,529 ^c	1	,467	,486	,247	,022
N of Valid Cases	57					

- a. 22 cells (91,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,56.
b. Cannot be computed because there is insufficient memory.
c. The standardized statistic is -,727.

7.3. APÊNDICE III

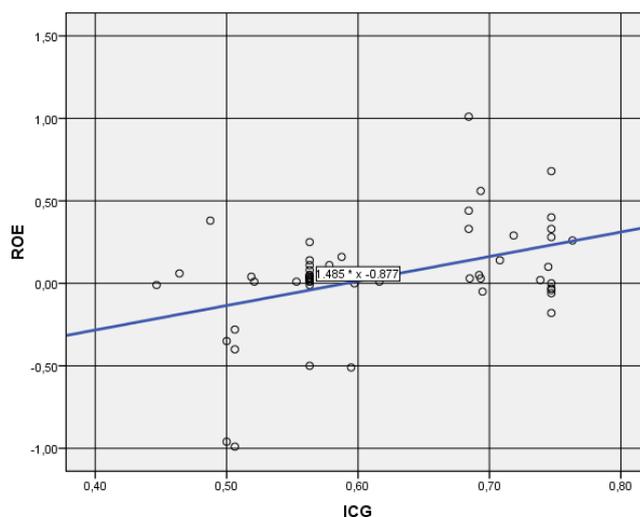
REGRESSÃO LINEAR SIMPLES

7.3.1 PRESSUPOSTO A

Quadro 35- Regressão Linear Simples entre ICG e variáveis dependentes

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,8770	0,2700		-3,2490	0,0020
	ICG	1,4850	0,4310	0,4270	3,4430	0,0010
	R-Quadrado	0,1830		Teste F	F	11,8500
	R-Quadrado Ajustado	0,1670			Sig	0,0010
	Std. Error of the Estimate	0,2952				
ROA	(Constant)	-0,8600	0,0880		-0,9760	0,3330
	ICG	0,1740	0,1400	0,1670	1,2440	0,2190
	R-Quadrado	0,0280		Teste F	F	1,5480
	R-Quadrado Ajustado	0,0100			Sig	0,2190
	Std. Error of the Estimate	0,9891				
VAT	(Constant)	1,5380	0,6230		0,5010	0,6190
	ICG	0,7660	1,4900	0,0740	0,5140	0,6090
	R-Quadrado	0,0740		Teste F	F	0,2650
	R-Quadrado Ajustado	0,0050			Sig	0,6090
	Std. Error of the Estimate	-0,0150				
ROAEBITDA	(Constant)	0,1160	0,0970		1,1910	0,2390
	ICG	-0,0850	0,1550	-0,0750	-0,5460	0,5880
	R-Quadrado	0,0060		Teste F	F	0,2980
	R-Quadrado Ajustado	-0,0130			Sig	0,5880
	Std. Error of the Estimate	0,1079				

Figura 8 – Recta do Modelo Estimado entre ICG e ROE



7.3.2 PRESSUPOSTO B

Teste 1

Quadro 36 - Regressão Linear Simples entre NMCA e variáveis dependentes

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,0620	0,1010		-0,6090	0,5450
	NMCA	0,0200	0,0220	0,1270	0,9260	0,3590
	R-Quadrado	0,0160		Teste F	F	0,8580
	R-Quadrado Ajustado	-0,0030			Sig	0,3590
	Std. Error of the Estimate	0,2981				
ROA	(Constant)	-0,0040	0,0180		-0,2030	0,8400
	NMCA	0,0050	0,0040	0,1780	1,2790	0,2070
	R-Quadrado	0,0320		Teste F	F	1,6350
	R-Quadrado Ajustado	0,0120			Sig	0,2070
	Std. Error of the Estimate	0,0536				
VAT	(Constant)	0,8610	0,3310		2,6050	0,0120
	NMCA	0,0150	0,0710	0,0300	0,2070	0,8370
	R-Quadrado	0,0300		Teste F	F	0,0430
	R-Quadrado Ajustado	0,0010			Sig	0,8370
	Std. Error of the Estimate	-0,0200				
ROAEBITDA	(Constant)	0,0000	0,0350		-0,0260	0,9790
	NMCA	0,0150	0,0080	0,2680	2,0240	0,0480
	R-Quadrado	0,0720		Teste F	F	4,0980
	R-Quadrado Ajustado	0,0540			Sig	0,0480
	Std. Error of the Estimate	0,1043				

Teste 2

Quadro 37- Regressão Linear Simples entre NMCAFE e variáveis dependentes

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,0270	0,0730		-0,3740	0,7100
	NMCAFE	0,0320	0,0270	0,1620	1,1920	0,2390
	R-Quadrado	0,0260		Teste F	F	1,4200
	R-Quadrado Ajustado	0,0080			Sig	0,2390
	Std. Error of the Estimate	0,3223				
ROA	(Constant)	2,1440	0,2210		9,7040	0,0000
	NMCAFE	0,5370	2,0870	0,0350	0,2570	0,7980
	R-Quadrado	0,0010		Teste F	F	0,0660
	R-Quadrado Ajustado	-0,0170			Sig	0,7980
	Std. Error of the Estimate	1,4187				
VAT	(Constant)	0,8610	0,3310		2,6050	0,0120
	NMCAFE	0,0150	0,0710	0,0300	0,2070	0,8370
	R-Quadrado	0,0540		Teste F	F	0,0430
	R-Quadrado Ajustado	0,0030			Sig	0,8370
	Std. Error of the Estimate	-0,0180				
ROAEBITDA	(Constant)	2,1400	0,2220		9,6580	0,0000
	NMCAFE	0,5300	1,7360	0,0410	0,3050	0,7610
	R-Quadrado	0,0020		Teste F	F	0,0930
	R-Quadrado Ajustado	-0,0160			Sig	0,7610
	Std. Error of the Estimate	1,6143				

Teste 3

Quadro 38- Regressão Linear Simples entre CDOA e variáveis dependentes

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	0,0968	0,0815		1,1881	0,2401
	CDOA	-0,1487	0,1870	-0,1085	-0,7949	0,4302
	R-Quadrado	0,0120		Teste F	F	0,6320
	R-Quadrado Ajustado	-0,0070			Sig	0,4300
	Std. Error of the Estimate	0,3246				
ROA	(Constant)	0,0270	0,0155		1,7389	0,0881
	CDOA	-0,0352	0,0349	-0,1400	-1,0096	0,3175
	R-Quadrado	0,0200		Teste F	F	1,0192
	R-Quadrado Ajustado	0,0000			Sig	0,3170
	Std. Error of the Estimate	0,0605				
VAT	(Constant)	0,7700	0,2590		2,9700	0,0050
	CDOA	0,4100	0,5910	0,1000	0,6940	0,4910
	R-Quadrado	0,1000		Teste F	F	0,4820
	R-Quadrado Ajustado	0,0100			Sig	0,4910
	Std. Error of the Estimate	-0,0110				
ROAEBITDA	(Constant)	0,1015	0,0377		2,6908	0,0095
	CDOA	-0,0649	0,0854	-0,1030	-0,7608	0,4501
	R-Quadrado	0,0110		Teste F	F	0,5790
	R-Quadrado Ajustado	-0,0080			Sig	0,4500
	Std. Error of the Estimate	0,1491				

Teste 4

Quadro 39 - Regressão Linear Simples entre CDMOA e variáveis dependentes

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,0670	0,0910		-0,7410	0,4620
	CDMOA	0,1460	0,2800	0,0700	0,5210	0,6050
	R-Quadrado	0,0050		Teste F	F	0,2710
	R-Quadrado Ajustado	-0,0130			Sig	0,6050
	Std. Error of the Estimate	0,5669				
ROA	(Constant)	0,0250	0,0170		1,4790	0,1450
	CDMOA	0,0100	0,0510	0,0260	0,1960	0,8460
	R-Quadrado	0,0010		Teste F	F	0,0380
	R-Quadrado Ajustado	-0,0170			Sig	0,8460
	Std. Error of the Estimate	0,1043				
VAT	(Constant)	0,9780	0,1570		6,2410	0,0000
	CDMOA	-0,3400	0,5120	-0,0950	-0,6640	0,5100
	R-Quadrado	0,0950		Teste F	F	0,4420
	R-Quadrado Ajustado	0,0090			Sig	0,5100
	Std. Error of the Estimate	-0,0120				
ROAEBITDA	(Constant)	0,1880	0,0410		4,5630	0,0000
	CDMOA	-0,0730	0,2300	-0,0430	-0,3180	0,7520
	R-Quadrado	0,0020		Teste F	F	0,1010
	R-Quadrado Ajustado	-0,0160			Sig	0,7520
	Std. Error of the Estimate	0,2732				

Teste 5

Quadro 40- Regressão Linear Simples entre PG e variáveis dependentes

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig	
		B	Erro Padrão	Beta			
ROE	(Constant)	-0,0390	0,0630		-0,6210	0,5370	
	PG	0,0660	0,0370	0,2350	1,7580	0,0850	
	R-Quadrado	0,0550			Teste F	F	3,0890
	R-Quadrado Ajustado	0,0370				Sig	0,0850
	Std. Error of the Estimate	0,3174					
ROA	(Constant)	1,2120	0,1560		7,7640	0,0000	
	PG	1,2840	1,4740	0,1170	0,8710	0,3870	
	R-Quadrado	0,0140			Teste F	F	0,7590
	R-Quadrado Ajustado	-0,0040				Sig	0,3870
	Std. Error of the Estimate	1,1408					
VAT	(Constant)	0,9840	0,2080		4,7340	0,0000	
	PG	-0,0450	0,1170	-0,0550	-0,3810	0,7050	
	R-Quadrado	0,0550			Teste F	F	0,1450
	R-Quadrado Ajustado	0,0030				Sig	0,7050
	Std. Error of the Estimate	-0,0180					
ROAEBITDA	(Constant)	0,0350	0,0210		1,6750	0,1000	
	PG	0,0220	0,0120	0,2420	1,8170	0,0750	
	R-Quadrado	0,0590			Teste F	F	3,3030
	R-Quadrado Ajustado	0,0410				Sig	0,0750
	Std. Error of the Estimate	0,1050					

Teste 6

Quadro 41 - Regressão Linear Simples entre PDCBR e variáveis dependentes

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig	
		B	Erro Padrão	Beta			
ROE	(Constant)	0,0100	0,0040		2,2870	0,0260	
	PDCBR	0,0080	0,0080	0,1370	1,0250	0,3100	
	R-Quadrado	0,0190			Teste F	F	1,0500
	R-Quadrado Ajustado	0,0010				Sig	0,3100
	Std. Error of the Estimate	0,0323					
ROA	(Constant)	0,0150	0,0080		1,8850	0,0650	
	PDCBR	0,2910	0,2230	0,1820	1,3080	0,1970	
	R-Quadrado	0,0330			Teste F	F	1,7120
	R-Quadrado Ajustado	0,0140				Sig	0,1970
	Std. Error of the Estimate	0,0536					
VAT	(Constant)	0,8050	0,1290		6,2470	0,0000	
	PDCBR	11,0420	3,6170	0,4030	3,0530	0,0040	
	R-Quadrado	0,1090			Teste F	F	9,3220
	R-Quadrado Ajustado	0,0910				Sig	0,0040
	Std. Error of the Estimate	0,6293					
ROAEBITDA	(Constant)	0,0544	0,0147		3,7135	0,0005	
	PDCBR	0,9025	0,4316	0,2761	2,0912	0,0413	
	R-Quadrado	0,0760			Teste F	F	4,3730
	R-Quadrado Ajustado	0,0590				Sig	0,0413
	Std. Error of the Estimate	0,1040					

Teste 7

Quadro 42- Regressão Linear Simples entre ENDIV e variáveis dependentes

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE						
	(Constant)	1,3350	0,3300		4,0390	0,0000
	ENDIV	-1,6090	0,5900	-0,3450	-2,7250	0,0090
	R-Quadrado	0,1190		Teste F	F	7,4260
	R-Quadrado Ajustado	0,1030			Sig	0,0090
	Std. Error of the Estimate	2,4879				
ROA						
	(Constant)	0,0190	0,0090		2,1550	0,0360
	ENDIV	0,0000	0,0030	-0,0300	-0,2090	0,8350
	R-Quadrado	0,0010		Teste F	F	0,0440
	R-Quadrado Ajustado	-0,0190			Sig	0,8350
	Std. Error of the Estimate	0,0544				
VAT						
	(Constant)	0,9370	0,1520		6,1520	0,0000
	ENDIV	-0,0090	0,0490	-0,0270	-0,1860	0,8530
	R-Quadrado	0,0270		Teste F	F	0,0350
	R-Quadrado Ajustado	0,0010			Sig	0,8530
	Std. Error of the Estimate	-0,0200				
ROAEBITDA						
	(Constant)	1,4670	0,3990		3,6790	0,0010
	ENDIV	-0,7860	2,2330	-0,0247	-0,3520	0,7260
	R-Quadrado	0,0020		Teste F	F	0,1240
	R-Quadrado Ajustado	-0,0160			Sig	0,7260
	Std. Error of the Estimate	2,6477				

7.3.3 PRESSUPOSTO C

Quadro 43 - Resultados da Regressão Linear Múltipla (teste à hipótese 1 do Pressuosto C)

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROE	(Constant)	-0,759	0,448		-1,694	0,097
	ICG	1,263	0,600	0,364	2,105	0,041
	NMCA	-0,001	0,044	-0,005	-0,021	0,983
	NMCAFE	0,011	0,051	0,055	0,214	0,832
	PG	0,049	0,055	0,175	0,896	0,375
	CDMOA	0,152	0,184	0,130	0,827	0,413
	PDCBR	0,502	1,493	0,051	0,336	0,738
	CDOA	-0,231	0,222	-0,167	-1,043	0,302
	ENDIV	-0,015	0,024	-0,084	-0,609	0,545
R-Quadrado		0,256		Teste F	F	1,933
R-Quadrado Ajustado		0,123			Sig	0,078
Std. Error of the Estimate		0,305				

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROA	(Constant)	-0,089	0,101		-0,880	0,383
	ICG	0,186	0,137	0,258	1,354	0,183
	NMCA	0,004	0,010	0,108	0,405	0,688
	NMCAFE	-0,003	0,011	-0,077	-0,282	0,780
	PG	0,010	0,012	0,172	0,851	0,400
	CDMOA	0,013	0,040	0,055	0,333	0,741
	PDCBR	0,145	0,321	0,072	0,451	0,654
	CDOA	-0,075	0,048	-0,264	-1,572	0,123
	ENDIV	-0,008	0,004	-0,280	-1,859	0,070
R-Quadrado		0,198		Teste F	F	1,355
R-Quadrado Ajustado		0,052			Sig	0,243
Std. Error of the Estimate		0,066				

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
VAT	(Constant)	1,207	0,894		1,351	0,184
	ICG	-1,387	1,198	-0,204	-1,158	0,253
	NMCA	0,034	0,092	0,098	0,374	0,710
	NMCAFE	-0,030	0,108	-0,075	-0,278	0,782
	PG	0,045	0,116	0,079	0,388	0,700
	CDMOA	-0,298	0,391	-0,124	-0,760	0,451
	PDCBR	9,197	4,148	0,331	2,217	0,032
	CDOA	0,466	0,451	0,170	1,033	0,307
	ENDIV	0,032	0,035	0,129	0,906	0,370
R-Quadrado		0,226		Teste F	F	1,602
R-Quadrado Ajustado		0,085			Sig	0,152
Std. Error of the Estimate		0,632				

Variável Dependente	Variável Explicativa	Coeficientes não Padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig
		B	Erro Padrão	Beta		
ROAEBITDA	(Constant)	0,093	0,145		0,644	0,523
	ICG	-0,163	0,198	-0,151	-0,824	0,414
	NMCA	0,009	0,014	0,169	0,650	0,519
	NMCAFE	-0,002	0,017	-0,032	-0,121	0,904
	PG	0,022	0,017	0,257	1,317	0,194
	CDMOA	0,043	0,060	0,118	0,722	0,474
	PDCBR	0,812	0,474	0,266	1,712	0,094
	CDOA	-0,053	0,069	-0,126	-0,770	0,446
	ENDIV	0,006	0,005	0,147	1,039	0,304
R-Quadrado		0,225		Teste F	F	1,638
R-Quadrado Ajustado		0,088			Sig	0,141
Std. Error of the Estimate		0,097				

7.4. APÊNDICE IV

BREVES NOTAS PARA PREENCHIMENTO DOS QUESTIONÁRIOS

BREVES NOTAS

para preenchimento de

Questionário sobre “Corporate Governance”

Questionário inserido no projecto de investigação a efectuar ao universo de empresas do Grupo Lena.

2007

Marisa Henriques

BREVES NOTAS

CORPORATE GOVERNANCE

Na literatura actual, podemos encontrar inúmeras definições de "Corporate Governance", nomeadamente:

"Lida com as formas como os financiadores das empresas garantem que recebem o retorno dos seus investimentos"

The Journal of Finance, Shleifer e Vishny (1997, página 737)

"É o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas.

OCDE [Abril de 1999]

"Determina como os gestores administram os contratos implícitos e explícitos existentes nas empresas"

Journal of Finance, Garvey and Swan (1994, página 139-174)

"Lida com mecanismos através dos quais os "stakeholders" de uma empresa exercem controlo sobre esta, garantindo que os seus interesses são salvaguardados."

Journal of Financial Economics, John and Senbet (1998, paginas371-403)

"Surgiu para superar o chamado conflito de agência, originado a partir do fenómeno da separação efectiva entre os titulares das acções e o controlo das sociedades empresariais."

Revista Científica da Câmara dos Técnicos Oficiais de Conta., Martins, António; Cunha, Vera (2007, página 67)

A **nível europeu** a problemática de "Corporate Governance" encontra-se regulamentada através dos princípios da OCDE (Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico) (2004), que foram adoptados como referência para a elaboração de vários códigos de bom governo em diversos países da Europa.

Já **em Portugal** os principais diplomas da área são: o Código das Sociedades Comerciais (CSC) e o Código dos Valores Mobiliários (CVM).

A transposição para o contexto nacional da reflexão relativa ao "Corporate Governance" aconteceu com a aprovação, pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), em 1999 de um conjunto de recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar pelas sociedades com valores admitidos a cotação, e posteriormente alterado pelo Regulamento da CMVM n.º 10/2005.

As boas práticas de "Corporate Governance", das sociedades ainda que dirigidas às sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado e aos investidores institucionais, podem ser seguidas por todas as sociedades, tanto mais que vão no sentido do "bom governo" entendido como o conjunto de regras e condutas relativas ao exercício da direcção e controlo das sociedades de modo a contribuir para a melhoria do desempenho empresarial e favorecer todas as pessoas com interesses na actividade societária – investidores credores e trabalhadores.

PRINCÍPIOS DA OCDE SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES (CORPORATE GOVERNANCE)

Os princípios da OCDE sobre Governo das Sociedades podem ser sintetizados em 6 pontos, como segue:

I. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do Governo das Sociedades

O enquadramento do Governo das Sociedades deve promover mercados transparente e eficientes, estar em conformidade com o princípio do primado do direito e articular claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis.

II. Os direitos dos accionistas e funções fundamentais de exercício de direitos.

O enquadramento do Governo das Sociedades deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos accionistas.

III. O tratamento equitativo dos accionistas

O enquadramento do Governo das Sociedades deve assegurar o tratamento equitativo de todos os accionistas, incluindo accionistas minoritários e accionistas estrangeiros. Todos os accionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efectiva por violação dos seus direitos.

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

O enquadramento do Governo das Sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação activa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.

V. Divulgação de Informação e transparência

O enquadramento do Governo das Sociedades deve assegurar a divulgação atempada e objectiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que respeita à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da empresa.

VI. As responsabilidades do Órgão de Administração

O enquadramento do Governo das Sociedades deve assegurar a gestão estratégica da empresa, um acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo órgão de administração e a responsabilidade do órgão de administração perante a empresa e os seus accionistas,

RECOMENDAÇÕES DA CMVM SOBRE GOVERNO DAS SOCIEDADES (CORPORATE GOVERNANCE)

Já as Recomendações da CMVM, à semelhança dos Princípios da OCDE, encontram-se estruturadas em 5 pontos, nomeadamente:

I. Divulgação de Informação

- A sociedade deve assegurar a existência de um permanente contacto com o mercado, respeitando o princípio da igualdade dos accionistas e prevenindo as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores. Para tal deve a sociedade criar um gabinete de apoio ao investidor.

II. Exercício do Direito de Voto e Representação de Accionistas

- Não deve ser restringido o exercício activo do direito de voto, quer directamente, nomeadamente por correspondência, quer por representação. Considera-se, para este efeito, como restrição do exercício activo do direito de voto: a) a imposição de uma antecedência do depósito ou bloqueio das acções para a participação em assembleia-geral superior a 5 dias úteis; b) qualquer restrição estatutária do voto por correspondência; c) a imposição de um prazo de antecedência superior a 5 dias úteis para a recepção da declaração de voto emitida por correspondência; d) a não existência de boletins de voto à disposição dos accionistas para o exercício do voto por correspondência.

III. Regras Societárias

- A sociedade deve criar um sistema interno de controlo, para a detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa, em salvaguarda do seu património e em benefício da transparência do seu governo societário.

- As medidas que sejam adoptadas para impedir o êxito de ofertas públicas de aquisição devem respeitar os interesses da sociedade e dos seus accionistas. Consideram-se nomeadamente contrárias a estes interesses as cláusulas defensivas que tenham por efeito provocar automaticamente uma erosão no património da sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração, prejudicando dessa forma a livre transmissibilidade das acções e a livre apreciação pelos accionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.

IV. Órgão de Administração

- O órgão de administração deve ser composto por uma pluralidade de membros que exerçam uma orientação efectiva em relação à gestão da sociedade e aos seus responsáveis.

- O órgão de administração deve incluir um número suficiente de administradores não executivos cujo papel é o de acompanhar e avaliar continuamente a gestão da sociedade por parte dos membros executivos. Titulares de outros órgãos sociais podem desempenhar um papel complementar ou, no limite, sucedâneo, se as respectivas competências de fiscalização forem equivalentes e exercidas de facto.

- De entre os membros não executivos do órgão de administração deve incluir-se um número suficiente de membros independentes. Quando apenas exista um administrador não executivo este deve ser igualmente independente. Titulares independentes de outros órgãos sociais podem desempenhar um papel complementar ou, no limite, sucedâneo, se as respectivas competências de fiscalização forem equivalentes e exercidas de facto.

- O órgão de administração deve criar comissões de controlo internas com atribuição de competências na avaliação da estrutura e governo societários.

- A remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada de forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade e deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais.

- Deve ser submetida à apreciação pela assembleia-geral anual de accionistas uma declaração sobre política de remunerações dos órgãos sociais.

- Os membros da comissão de remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros do órgão de administração.

- Deve ser submetida à assembleia geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de acções, e/ou de opções de aquisição de acções ou com base nas variações do preço das acções, a membros do órgão de administração e/ou trabalhadores. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correcta do plano. A proposta deve ser acompanhada do regulamento do plano ou, caso o mesmo ainda não tenha sido elaborado, das condições gerais a que o mesmo deverá obedecer.

- A. A sociedade deve adoptar uma política de comunicação de irregularidades alegadamente ocorridas no seio da sociedade, com os seguintes elementos: indicação dos meios através dos quais as comunicações de práticas irregulares podem ser feitas internamente, incluindo as pessoas com legitimidade para receber comunicações, indicação do tratamento a ser dado às comunicações, incluindo tratamento confidencial, caso assim seja pretendido pelo declarante. As linhas gerais desta política devem ser divulgadas no relatório do Governo das Sociedades.

V. Investidores Institucionais

- Os investidores institucionais devem tomar em consideração as suas responsabilidades quanto a uma utilização diligente, eficiente e crítica dos direitos inerentes aos valores mobiliários de que sejam titulares ou cuja gestão se lhes encontre confiada, nomeadamente quanto aos direitos de informação e de voto.

7.5. APÊNDICE V

QUESTIONÁRIO PARA SOCIEDADES ANÓNIMAS

- QUESTIONÁRIO -

CORPORATE GOVERNANCE

Este questionário insere-se no projecto de investigação que estou a desenvolver para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Finanças pela Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, sendo o seu objectivo meramente académico.

Todos os dados serão tratados de modo absolutamente confidencial!

Indicações a fornecer pela pessoa que preenche o questionário:

Nome:	_____
Empresa:	_____
Função/Secção:	_____
N.º de Telefone:	_____/_____/_____
E-mail:	_____@_____
Data:	____/____/____ (ano/dia/mês) CAE: _____

Devolver este questionário **até 10 de Julho de 2007**

Para uma das seguintes moradas e ao cuidado de Marisa Henriques:

Rua António Santos Serrador, Lote 2, n.º 88, 2.º Frt
Lugar das Sismarias
2415-399 Leiria

Edifício Grupo Lena
Estrada da Estação, n.º 9-11, 2.º andar
2400-281 Leiria

Telem: 965 484 010

E-mail: marisahenriques@portugalmail.com ou marisa.henriques@lenautomoveis.pt

ÍNDICE

- I. Gestão da empresa e Corporate Governance
- II. Regras Societárias
- III. Divulgação de Informação
- IV. Exercício do Direito de Voto e Representação dos Accionistas
- V. Órgão de Administração
- VI. Órgão de Fiscalização
- VII. Outras Informações
- VIII. Estrutura Accionista e Concentração de Capital

INSTRUÇÕES DE PREENCHIMENTO:

a) Para responder às questões, assinale com uma cruz, o quadrado correspondente, tendo em conta que:

Grau de Aplicação	Grau de Importância	Qualidade
1 – Não aplicado 2 – Pouco aplicado 3 - Aplicado em parte 4 – Aplicado quase na totalidade 5 – Totalmente aplicado	1 – Nada importante 2 – Pouco importante 3 – Medianamente importante 4 – Importante 5 – Muito importante	1 – Mau 2 – Mediocre 3 – Razoável 4 – Bom 5 - Excelente

b) Coloque apenas uma cruz para cada item;

c) Quando solicitada informação adicional, escreva apenas nos espaços " _____ "

Nota: se tiver dúvidas relativamente a conceitos mencionados nas questões, consulte por favor o documento em anexo "Breves Notas"

I. GESTÃO DA EMPRESA E GOVERNO DA SOCIEDADE

1. Os princípios/recomendações de Corporate Governance são tidos em conta na Gestão da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

2. Os princípios/recomendações de Corporate Governance são explicitamente mencionados nos relatórios de gestão da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

3. Existem documentos internos que descrevem os princípios/recomendações de Corporate Governance da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

4. Esses princípios/recomendações estão facilmente acessíveis a todos os "stakeholders"?(ex: Internet)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

5. Existe um responsável de Corporate Governance que reporta regularmente ao Conselho de Administração da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

II. REGRAS SOCIETÁRIAS

6. A empresa tem códigos de conduta e regulamentos internos sobre matérias como: conflitos de interesses, sigilo profissional e de negócios realizados por parte dos membros do conselho de administração ou por parte da direcção, assim como de outros colaboradores que ocupam cargos de direcção?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

7. A empresa dispõe de um sistema interno de controlo, para detecção de riscos ligados à actividade da empresa, salvaguarda do seu património e em benefício da transparência do seu governo societário?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

III. [DIVULGAÇÃO E TRANSPARÊNCIA DE INFORMAÇÃO](#)

8. São divulgadas as competências dos vários órgãos e departamentos ou divisões da empresa?
(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

9. São divulgadas as funções efectivamente desempenhadas por cada um dos membros do órgão de administração, directores e gestores e as suas áreas de responsabilidade na empresa?
(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

10. É divulgada a política de distribuição de dividendos correntemente adoptada pela empresa?
(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

11. Existe uma página oficial da empresa na Internet? Sim Não

11.1. **Se respondeu sim**, como a qualifica?

Qualidade em 2005?				
1	2	3	4	5

Qualidade em 2006?				
1	2	3	4	5

11.2. Qual o site? _____

12. O relatório de gestão da empresa contém:

12.1. Um resumo do Sistema de Gestão de Risco?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

12.2. Um resumo do Sistema de Controlo Interno?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

13. São utilizadas as novas tecnologias de informação (ex: Internet) para divulgação de informação financeira, relatórios de gestão, actas e documentos preparatórios para as reuniões das Assembleias Gerais?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

14. As contas anuais são elaborados de acordo com:

14.1. As Normas nacionais de contabilidade?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

14.2. As Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

15. As contas individuais são apresentados/disponibilizados o mais tardar 90 dias após o *terminus* do exercício?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

16. Está facilmente acessível a todos os accionistas uma análise dos desvíos verificados em relação às previsões de resultados e volume de negócios dos anos anteriores?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

17. A empresa divulga as transacções efectuadas com partes relacionadas?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

IV. EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO E REPRESENTAÇÃO DE ACCIONISTAS

18. Os estatutos da empresa estão acessíveis para todos os interessados (ex: Internet)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

19. É frequente que nos instrumentos de representação dos accionistas nas Assembleias Gerais, esteja incluída a menção do sentido de voto do accionista representado?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

20. É estritamente aplicado O princípio de "uma acção, um voto" (ex: existe uma renúncia aos bónus de participação, não existem cláusulas que limitam o n.º de votos)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

21. Na empresa é dada a possibilidade de exercido de voto por correspondência?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

22. A sociedade dá a possibilidade aos accionistas de seguirem a Assembleia Geral através de meios de comunicação modernos (ex: via Internet)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

V. ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO

23. Número de vezes que o Conselho de Administração e/ou quadro de gestores da empresa, reúne por ano? _____

23.1. Como qualifica o número de reuniões?

Qualidade em 2005?				
1	2	3	4	5

Qualidade em 2006?				
1	2	3	4	5

24. Existe pelo menos um membro independente ou que exerça funções não-executivas no Conselho de Administração, e que não esteja associado a grupos de interesse específicos dentro da empresa.

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

25. Está claramente definido pela Sociedade o conceito de administrador independente?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

26. O presidente do Conselho de Administração exerce funções executivas?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

Se respondeu positivamente (3, 4 ou 5)

26.1. O Conselho de Administração é composto por uma maioria de membros independentes?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

27. Existem membros do Órgão de Administração que são representantes ou estão ligados a accionistas dominantes da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

28. Existe uma comissão de administração executiva?

Sim

Não

28.1. No caso de existir uma comissão de administração executiva, têm todos os membros do Órgão de Administração conhecimento permanente e completo sobre todas as matérias em apreciação ou decisões tomadas por esta comissão?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

29. A remuneração dos membros do Órgão de Administração, que exercem funções de gestão corrente, e ou quadros de gestão da empresa, depende no todo ou em parte do desempenho da sociedade?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

30.1. A remuneração dos membros do Órgão de Administração com funções não executivas é exclusivamente constituída por uma quantia fixa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

30. Existem critérios bem definidos relativamente à escolha dos membros do conselho de administração (ex: a experiência na área, a experiência internacional, os potenciais conflitos de interesses, limite de idade)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

31. É frequente a divulgação pela empresa dos procedimentos/critérios seguidos para nomeação de directores e gestores?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

32. É frequente a divulgação pela empresa das políticas de remuneração dos membros do Órgão de Administração?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

33. A empresa prevê algum esquema de atribuição de acções a trabalhadores ou a administradores?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

VI. ÓRGÃO DE FISCALIZAÇÃO

34. Na empresa foram criadas comissões de auditoria e de remuneração (independentes do Órgão de Administração) com competências em matéria de nomeação e avaliação e desempenho de directores, gestores e administradores, análise de políticas de remuneração ou outras?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

35. É realizada uma auditoria anual por um auditor independente, competente e qualificado, de modo a oferecer garantias externas e objectivas ao órgão de administração e aos accionistas de que as demonstrações financeiras reflectem correctamente a posição financeira e o desempenho da empresa em todos os aspectos relevantes?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

36. Consoante o modelo aplicável, o presidente do conselho fiscal, da comissão de auditoria ou da comissão para as matérias financeiras é independente e detém curso superior adequado às funções e conhecimentos em auditoria e contabilidade?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

37. O conselho fiscal, a comissão de auditoria ou a comissão para as matérias financeiras são integrados exclusivamente por membros independentes?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

VII. OUTRAS INFORMAÇÕES

38. Existe uma cultura na empresa que fomenta as relações informais dentro e fora da empresa?

Grau de Importância 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Importância 2006?				
1	2	3	4	5

39. A empresa tem alianças estratégicas com outras empresas, nomeadamente através de parcerias estabelecidas formalmente ou através de acordos verbais?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

40. % de Prémios de Desempenho na massa salarial total dos gestores/administradores: _____%

41. % de "fringe benefits" usufruídos pelos gestores/administradores em relação à sua massa salarial total: _____%

42. Queiram por favor dar alguns indicadores relativamente ao Órgão de Administração da v/ empresa:

- a. Número de membros (total): _____
- b. Número de membros activos na gestão da empresa (exercem funções executivas)? _____
- c. N.º de membros com qualificações académicas (mínimo bacharelato)? _____
- d. N.º de membros que sendo accionistas detêm mais de 20% da capacidade de voto? _____

VIII. ESTRUTURA ACCIONISTA E CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL

43. Indique, se possível, a percentagem de capital da empresa que é deida pelos seguintes grupos de investidores:

Bancos, companhias de seguros, fundos de pensões, fundos de investimento ou outros investidores institucionais:	_____ %
Estado e/ou Autarquias Locais:	_____ %
Particulares:	_____ %
Grupo Lena:.....	_____ %
Outros Accionistas Minoritários:	_____ %

44. Forneça algumas informações adicionais sobre a concentração de capital na empresa:

Total de acções da empresa:.....	_____
Total de acções detidas por membros do Conselho de Administração e/ou gestores:.....	_____
Percentagem de capitais deida.	_____ %
Pelo maior accionista:.....	_____ %
Pelos quatro maiores accionistas:	_____ %
Pelos oito maiores accionistas:	_____ %
N.º de accionistas minoritários:.....	_____

Todos os dados fornecidos serão tratados de forma absolutamente confidencial!!!

Muito obrigada pelo vosso apoio neste projecto de investigação!

7.6. APÊNDICE VI

QUESTIONÁRIO PARA SOCIEDADES POR QUOTAS

- QUESTIONÁRIO -

CORPORATE GOVERNANCE

Este questionário insere-se no projecto de investigação que estou a desenvolver para obtenção do grau de mestre em Contabilidade e Finanças pela Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, sendo o seu objectivo meramente académico.

Todos os dados serão tratados de modo absolutamente confidencial!

Indicações a fornecer pela pessoa que preenche o questionário:

Nome:	_____
Empresa:	_____
Função/Secção:	_____
N.º de Telefone:	_____/_____/_____
E-mail:	_____@_____
Data:	____/____/____ (ano/dia/mês) CAE: _____

Devolver este questionário **até 10 de Julho de 2007**

Para uma das seguintes moradas e ao cuidado de Marisa Henriques:

Rua António Santos Serrador, Lote 2, n.º 88, 2.º Frt
Lugar das Sismarias
2415-399 Leiria

Edifício Grupo Lena
Estrada da Estação, n.º 9-11, 2.º andar
2400-281 Leiria

Telem: 965 484 010

E-mail: marisahenriques@portugalmail.com ou marisa.henriques@lenautomoveis.pt

ÍNDICE

- IX. Gestão da empresa e Corporate Governance
- X. Regras Societárias
- XI. Divulgação de Informação
- XII. Exercício do Direito de Voto e Representação dos Sócios
- XIII. Gerência
- XIV. Órgão de Fiscalização
- XV. Outras Informações
- XVI. Estrutura e Concentração de Capital

INSTRUÇÕES DE PREENCHIMENTO:

d) Para responder às questões, assinale com uma cruz, o quadrado correspondente, tendo em conta que:

Grau de Aplicação	Grau de Importância	Qualidade
1 – Não aplicado 2 – Pouco aplicado 3 - Aplicado em parte 4 – Aplicado quase na totalidade 5 – Totalmente aplicado	1 – Nada importante 2 – Pouco importante 3 – Medianamente importante 4 – importante 5 – Muito importante	1 – Mau 2 – Medíocre 3 – Razoável 4 – Bom 5 - Excelente

e) Coloque apenas uma cruz para cada item;

f) Quando solicitada informação adicional, escreva apenas nos espaços " _____ "

Nota: se tiver dúvidas relativamente a conceitos mencionados nas questões, consulte por favor o documento em anexo "Breves Notas"

I. GESTÃO DA EMPRESA E GOVERNO DA SOCIEDADE

45. Os princípios/recomendações de Corporate Governance são tidos em conta na Gestão da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

46. Os princípios/recomendações de Corporate Governance são explicitamente mencionados nos relatórios de gestão da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

47. Existem documentos internos que descrevem os princípios/recomendações de Corporate Governance da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

48. Esses princípios/recomendações estão facilmente acessíveis a todos os "stakeholders"? (ex: Internet)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

49. Existe um responsável de Corporate Governance que reporta regularmente à Administração da empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

II. REGRAS SOCIETÁRIAS

50. A empresa tem códigos de conduta e regulamentos internos sobre matérias como: conflitos de interesses, sigilo profissional e de negócios realizados por parte dos membros do conselho de administração ou por parte da direcção, assim como de outros colaboradores que ocupam cargos de direcção?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

51. A empresa dispõe de um sistema interno de controlo, para detecção de riscos ligados à actividade da empresa, salvaguarda do seu património e em benefício da transparência do seu governo societário?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

III. [DIVULGAÇÃO E TRANSPARÊNCIA DE INFORMAÇÃO](#)

52. São divulgadas as competências dos vários órgãos e departamentos ou divisões da empresa?
(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

53. São divulgadas as funções efectivamente desempenhadas por cada um dos membros da gerência, directores e gestores e as suas áreas de responsabilidade na empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

54. É divulgada a política de distribuição de resultados correntemente adoptada pela empresa?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

55. Existe uma página oficial da empresa na Internet? Sim Não

55.1. **Se respondeu sim**, como a qualifica?

Qualidade em 2005?				
1	2	3	4	5

Qualidade em 2006?				
1	2	3	4	5

55.2. Qual o site? _____

56. O relatório de gestão da empresa contém:

56.1. Um resumo do Sistema de Gestão de Risco?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

56.2. Um resumo do Sistema de Controlo Interno?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

57. São utilizadas as novas tecnologias de informação (ex: Internet) para divulgação de informação financeira, relatórios de gestão, actas e documentos preparatórios para as reuniões das Assembleias Gerais?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

58. As contas anuais são elaborados de acordo com:

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

58.1. As Normas nacionais de contabilidade?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

58.2. As Normas Internacionais de Contabilidade (IFRS)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

59. As contas individuais são apresentados/disponibilizados o mais tardar 90 dias após o *terminus* do exercício?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

60. Está facilmente acessível a todos os sócios uma análise dos desvios verificados em relação às previsões de resultados e volume de negócios dos anos anteriores?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

61. A empresa divulga as transacções efectuadas com partes relacionadas?

IV. EXERCÍCIO DO DIREITO DE VOTO E REPRESENTAÇÃO DE SÓCIOS

62. Os estatutos da empresa estão acessíveis para todos os interessados (ex: Internet)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

63. É estritamente aplicado O princípio de "um voto por cada cêntimo do valor nominal da quota" (ex: existe uma renúncia aos direitos especiais)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

64. A sociedade dá a possibilidade aos sócios de seguirem a Assembleia Geral através de meios de comunicação modernos (ex: via Internet)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

V. GERÊNCIA

65. N.º de vezes que a gerência e/ou quadro de gestores da empresa, reúne por ano? _____

Qualidade em 2005?				
1	2	3	4	5

Qualidade em 2006?				
1	2	3	4	5

65.1. Como qualifica o número de reuniões?

66. Existe pelo menos um membro independente ou que exerça funções não-executivas na gerência da empresa, e que não esteja associado a grupos de interesse específicos dentro da empresa.

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

67. Está claramente definido pela Sociedade o conceito de membro independente?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

68. A remuneração da Gerência, e ou quadros de gestão da empresa, depende no todo ou em parte do desempenho da sociedade?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

69. Existem critérios bem definidos relativamente á escolha dos membros gerentes (ex: a experiência na área, a experiência internacional, os potenciais conflitos de interesses, limite de idade)?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

70. É frequente a divulgação pela empresa dos procedimentos/critérios seguidos para nomeação de directores e gestores?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

71. É frequente a divulgação pela empresa das políticas de remuneração dos quadros de gestão?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

(Divulgação interna, nos relatórios e contas, nos jornais e revistas da especialidade ou comunicados de imprensa)

72. A empresa prevê algum esquema de participação no capital por parte dos trabalhadores ou gerentes?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

VI. ÓRGÃO DE FISCALIZAÇÃO

73. Na empresa foram criadas comissões de auditoria e de remuneração (independentes da gerência) com competências em matéria de nomeação e avaliação de desempenho de directores, gestores e gerentes, análise de políticas de remuneração ou outras?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

74. É realizada uma auditoria anual por um auditor independente, competente e qualificado, de modo a oferecer garantias externas e objectivas à gerência e aos sócios de que as demonstrações financeiras reflectem correctamente a posição financeira e o desempenho da empresa em todos os aspectos relevantes?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

75. Se aplicável, e consoante o modelo:

75.1. O presidente do conselho fiscal, da comissão de auditoria ou da comissão para as matérias financeiras é independente e detém curso superior adequado às funções e conhecimentos em auditoria e contabilidade?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

75.2. O conselho fiscal, a comissão de auditoria ou a comissão para as matérias financeiras são integrados exclusivamente por membros independentes?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

VII. OUTRAS INFORMAÇÕES

76. Existe uma cultura na empresa que fomenta as relações informais dentro e fora da empresa?

Grau de Importância 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Importância 2006?				
1	2	3	4	5

77. A empresa tem alianças estratégicas com outras empresas, nomeadamente através de parcerias estabelecidas formalmente ou através de acordos verbais?

Grau de Aplicação em 2005?				
1	2	3	4	5

Grau de Aplicação em 2006?				
1	2	3	4	5

78. % de Prémios de Desempenho na massa salarial total dos gestores/gerentes: _____%

79. % de "fringe benefits" usufruídos pelos gestores/gerentes em relação à sua massa salarial total: _____%

80. Queiram por favor dar alguns indicadores relativamente à Gerência da v/ empresa:

- e. Número de membros (total): _____
- f. Número de membros activos na gestão da empresa (exercem funções executivas)? _____
- g. N.º de membros com qualificações académicas (mínimo bacharelato)? _____
- h. N.º de membros que sendo sócios detêm mais de 20% da capacidade de voto? _____

VIII. ESTRUTURA E CONCENTRAÇÃO DE CAPITAL

81. Indique, se possível, a percentagem de capital da empresa que é deída pelos seguintes grupos de investidores:

Bancos, companhias de seguros, fundos de pensões, fundos de investimento ou outros investidores institucionais:	_____%
Estado e/ou Autarquias Locais:	_____%
Particulares:	_____%
Grupo Lend:.....	_____%
Outros Sócios Minoritários:	_____%
Capital social da empresa:.....	_____

82. Forneça algumas informações adicionais sobre a concentração de capital na empresa:

% de capital social deído pela gerência e/ou gestores da empresa:.....	_____
Percentagem de capitais deída.	_____
Pelo maior sócio:.....	_____%
Pelos quatro maiores sócios:	_____%
Pelos oito maiores sócios:	_____%
N.º de sócios minoritários (participação <10%).....	_____

Todos os dados fornecidos serão tratados de forma absolutamente confidencial!!!

Muito obrigada pelo vosso apoio neste projecto de investigação!

