

**CORPORATE GOVERNANCE E CONFLITOS DE AGÊNCIA EM PORTUGAL:
REVISÃO DE LITERATURA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA**

Nuno Henrique Veigas Carvalho

Amélia Maria Martins Pires
Instituto Politécnico de Bragança; UNIAG

Paula Odete Fernandes
Instituto Politécnico de Bragança; UNIAG

Área temática: D) Contabilidade e Controlo de gestão

Palavras-chave: *Corporate Governance*; Teoria da agência; Conflitos de agência; Acionistas; Administradores.

CORPORATE GOVERNANCE E CONFLITOS DE AGÊNCIA EM PORTUGAL: REVISÃO DE LITERATURA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Resumo

O *Corporate Governance* (CG) ganhou relevância com a recente crise financeira. Neste artigo discute-se, para procurar perceber, a influência dos modelos de CG no desempenho empresarial no âmbito dos conflitos de agência. Foram levantadas seis hipóteses de investigação para procurar identificar diferenças no desempenho empresarial e que tipo de associação se verifica entre as variáveis de performance, tendo em conta as variáveis modelo de CG e tipo de remuneração. Os resultados mostram que os modelos de CG e o tipo de remuneração não afetam a performance empresarial e que o modelo de CG adoptado não influencia o tipo de remuneração.

Abstract

Corporate Governance (CG) has gained relevance with the recent financial crisis. In this article, we discuss the influence of CG models on business performance in the context of agency conflicts. Six research hypotheses were raised to try to identify differences in business performance and what type of association exists between performance variables, taking into account the variables model of CG and type of remuneration. The results show that the CG models and the type of remuneration do not affect the corporate performance and that the adopted CG model does not influence the type of remuneration.

Key Words: Corporate Governance; Agency; Agency Conflicts; Shareholders; Administrators.

INTRODUÇÃO

Com os recentes escândalos financeiros que assolaram as economias mundiais os princípios de *Corporate Governance* (CG) ganham relevância por se entender que, quando bem aplicados, promovem a confiança nos mercados, o crescimento económico e a transparência da gestão. Por sua vez, os conflitos de agência entre o órgão de gestão e os acionistas/*stakeholders*, explicados no âmbito da Teoria da Agência (TA), são reconhecidos como um dos principais problemas de CG. É que o contrato de agência, entendido como um acordo entre principal (acionista) e agente (administrador), em que o primeiro delega o poder e a capacidade de decisão no segundo para obter a maximização das suas utilidades (Jensen & Meckling (1976), gera custos de agência decorrentes da relação entre gestores e *stakeholders* e entre acionistas maioritários e minoritários.

É no âmbito desta problemática que se desenvolve o presente trabalho, com o objetivo de procurar identificar a relação existente entre as principais características do modelo de CG dominante em Portugal e o desempenho empresarial, com especial enfoque nos conflitos de agência. Centrado no modelo de CG dominante nas empresas portuguesas e nas suas principais características, procurará não só discutir a sua influência na performance empresarial, com particular incidência no âmbito dos principais conflitos de agência, como perceber em que medida podem os modelos de CG interferir ou ser utilizados para ver reduzidos estes problemas e maximizar a utilidade de ambas as partes (principal e agente).

Para dar resposta a este objectivo, o trabalho inicia com esta introdução e desenvolve-se em três partes. Uma primeira de enquadramento teórico, que compreende uma abordagem aos fundamentos dos modelos de CG e teoria da agência com o objetivo de estabelecer, ainda que no plano teórico, uma relação entre o CG e aos conflitos de agência em Portugal. Uma segunda, de metodologia de investigação, onde se apresenta uma descrição do objetivo de estudo e das hipóteses de investigação, o processo de recolha de informação, a descrição das variáveis em análise, processo de tratamento de dados e apresentação da amostra. A terceira compreende a análise descritiva exploratória e a validação das hipóteses de investigação. Termina com a apresentação das principais conclusões a extrair do trabalho realizado, as limitações encontradas, que condicionam a interpretação e o alcance das mesmas, e a apresentação de sugestões para investigação futura.

1. Enquadramento Teórico

As primeiras referências ao conceito de CG remontam ao século XVIII quando, ainda que implicitamente, se advertia para o facto dos diretores das grandes sociedades empresariais, sendo administradores mais do dinheiro de terceiros do que do seu próprio dinheiro, poderem não cuidar dele com a mesma vigilância com que frequentemente os membros de uma sociedade privada cuidam do seu (Smith, 1776). Contudo, os principais desenvolvimentos seriam experimentados mais recentemente e principalmente focados na gestão e no controlo das sociedades empresariais, como realça o Relatório de *Cadbury* (1992).

O CG é entendido como um sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas e cuja estrutura especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes, Conselho de Administração (CA), gestores, acionistas ou outros. Consubstancia um conjunto de regras e linhas de conduta relativas ao exercício da direção e do controlo das sociedades (Andersson, 1999), ainda que fundamentalmente centrado nas sociedades emittentes de ações

admitidas à negociação em mercado regulamentado (CMVM, 2005). A expressão CG representa a estrutura de autoridade e fiscalização do exercício dessa autoridade, com o objetivo de assegurar que a sociedade estabelece e concretize atividades e relações contratuais consentâneas com os fins para que foi criada e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência (Silva, Vitorino, Alves, Cunha & Monteiro, 2006).

Os modelos de CG variam de país para país como consequência da influência da envolvente, o que equivale por dizer que existem modelos de CG com características distintas porque dependentes do contexto económico, social e legal onde as empresas operam (OCDE, 2004), ainda que as maiores referências sejam dadas ao sistema anglo-saxónico, de controlo externo ou orientação *common law*, e ao sistema continental, de controlo interno ou corrente *civil law* (Silva et al., 2006; Vieira, Jorge & Canadas, 2009). O modelo Anglo-saxónico sinaliza, através da variação no preço das ações, a aprovação ou não por parte dos investidores relativamente aos administradores (Lethbridge, 1997), assenta na convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas que exerce um efeito disciplinador sobre os gestores profissionais e onde as partes de capital são detidas principalmente por instituições financeiras (Vieira, Jorge & Canadas, 2009), ainda que nos mercados dos EUA e RU, onde este modelo é maioritário, se registre uma elevada dispersão de capital nas empresas cotadas, traduzida numa capacidade limitada do acionista para influenciar o gestor (Ooghe & Vuyst, 2001). No modelo de remuneração a principal componente é variável, em função da cotação e dos resultados da empresa. No modelo Continental, característico da Europa central e Japão, o capital encontra-se mais concentrado e, como resultado, há uma maior disciplina dos gestores (Morck, Wolfenzon & Yeung 2005). As participações de capital particular são menos significativas (Vieira et al., 2009), sendo frequente os acionistas principais terem assento nos órgãos de administração ou fazerem eleger pessoas da sua confiança (Silva et al., 2006), e as orientações da gestão são no longo prazo, ao contrário do Anglo-saxónico que tende a privilegiar o curto prazo (Vieira et al., 2009). No modelo de remunerações a componente fixa é muito mais significativa.

A aplicação dos princípios de CG está hoje muito condicionada pelo direito das sociedades e dos valores mobiliários, que em Portugal tem na CMVM um dos seus agentes e no Código das Sociedades Comerciais (CSC) o principal instrumento de acção. Prevê três modelos distintos e opcionais, o latino e o anglo-saxónico de influência *One Tier*, e o dualista, de influência *Double Tier*. A Figura 1 ilustra o sistema funcional tipo para o modelo latino, o mais adotado pelas empresas cotadas portuguesas (CMVM, 2015), constituído pela Assembleia Geral (AG), CA, Conselho Fiscal (CF)/Auditoria e ROC. O CA é constituído por membros executivos e não executivos e os membros do CF são maioritariamente independentes (Batista 2009).



Figura 1: Estrutura tipo do Modelo Latino.

Fonte: Santos e Barbosa (2010, p.12).

No modelo Anglo-saxónico (Figura 2) a estrutura é composta por três órgãos, a AG, o FU e o CA, que incorpora uma Comissão de Auditoria (CAud) e um ROC. A principal

vantagem deste modelo é que quem fiscaliza é quem tem mais informação e mais fácil acesso à mesma (Batista, 2009).



Figura 2: Estrutura tipo do Modelo Anglo-Saxónico

Fonte: Santos e Barbosa (2010, p.12).

O modelo Dualista (Figura 3), enquanto modelo de influência *Double Tier*, surge caracterizado pela existência de quatro órgãos, a AG, o CG, o Conselho Executivo (CE) e o ROC. É um modelo que apresenta um Conselho Geral, estrutura intermédia entre a AG e o CE, cujos membros são nomeados e destituídos pela AG a quem compete fiscalizar e controlar os administradores executivos e os acionistas a quem esses administradores se encontrem ligados (Silva et al., 2006).



Figura 3: Estrutura tipo do Modelo Dualista

Fonte: Santos e Barbosa (2010, p.12).

Tendo em conta que o modelo de CG maioritariamente utilizado pelas empresas cotadas portuguesas é o Latino e que, de acordo com o mesmo, o sistema legal se encontra dominado por grupos de acionistas fortes e controladores, há um elevado potencial para o aparecimento de conflitos de interesses entre acionistas maioritários e minoritários e para a existência dos respetivos custos de agência (Batista, 2009). Não esquecer, a este propósito, que Portugal surge caracterizado no grupo de países onde o tecido empresarial é maioritariamente formado por empresas de pequena e média dimensão, com elevada concentração de capital (os acionistas maioritários possuem em média 85% das ações) e com a propriedade e a gestão tendencialmente concentradas (Mota, 2003), pelo que apresenta um enorme potencial para a existência de conflitos de interesses entre acionistas maioritários e minoritários. Neste sentido, levanta-se a questão de perceber em que medida os conflitos de agência afetam estas empresas e de que forma podem os mesmos ser reduzidos.

Uma relação de agência vem sendo descrita como tendo surgido da ligação entre um agente e o principal e tem implícito um contrato, com base no qual o principal (o acionista) delega o poder e a capacidade de decisão no agente (o administrador) com o objetivo de obter a maximização das suas utilidades (Jensen & Meckling, 1976). Porém, como o agente e o principal perseguem diferentes interesses, ou pelo menos nem sempre convergentes, fruto da separação entre propriedade e controlo, esta

relação gera problemas. Fama (1980) justifica a teoria da agência a partir da motivação dos agentes individuais e da análise dos conflitos e respetivos custos resultantes da separação da propriedade e controlo do capital, tal como já haviam defendido Jensen e Meckling (1976), para quem a teoria da agência tem na sua génese os custos a suportar com a fiscalização do principal, a ligação ao agente e as perdas residuais. Aquilo que Ali (2014) define como conflitos que se desenvolvem com base na relação entre gestores e *stakeholders* e os que se geram entre acionistas maioritários e minoritários, fundamentalmente num contexto de concentração de capital (Fan & Wong, 2005). Ainda que os principais conflitos sejam entre acionistas e administradores e entre acionistas e credores (Weston & Brigham, 2004), não raras vezes os acionistas minoritários sentem-se ignorados e/ou expropriados dos seus lucros (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). O facto dos acionistas maioritários estarem mais próximos da gestão permite-lhes o acesso a informação que os minoritários não possuem (Johnson, La Porta, Silanes & Shleifer, 2000). Por sua vez, os conflitos de interesses entre administradores e acionistas geram-se porque nem sempre os primeiros agem em defesa dos interesses dos segundos (Weston & Brigham, 2004) e os conflitos entre acionistas e credores justificam-se porque estes emprestam recursos com taxas baseadas no risco dos ativos existentes mas na expectativa de futuras adições e mudanças na estrutura de capital. Porém, os riscos que são antecipados pelos credores e que suportam estas expectativas são alterados pelos administradores e acionistas, o que gera diferentes atitudes face ao risco e precipita um dos principais problemas de agência (Eisenhard, 1989).

As diversas fontes empíricas disponíveis vêm evidenciando que os custos de agência são uma realidade não negligenciável e que as práticas de expropriação dos acionistas pelos gestores são uma possibilidade não meramente teórica. Jensen e Meckling (1976) defendem que os custos de agência são tão reais como qualquer outro, estão associados à separação entre propriedade e controlo e explicam que a relação de agência é não-ótima e ineficiente. Ross (1973) e Jensen e Meckling (1976) mostram que os custos de agência dependem não só do grau de separação entre propriedade e controlo como da eficácia das medidas para os reduzir. Ainda que a existência de mecanismos de fiscalização assuma uma importância significativa, a sua eficácia depende da confiança dos investidores pelo que o custo e a disponibilidade do capital estão deles dependentes (Silva et al., 2006). Por sua vez, Jensen e Meckling (1976) defendem que quando os acionistas têm influência na gestão o investimento tende a ser maior e melhor, enquanto para Shleifer e Vishny (1997) a proteção legal que a maioria dos países dá aos acionistas é uma forma de minimizar os custos de agência, tal como o é a existência de grandes acionistas com influência no processo de tomada de decisão (Bebchuk, 1999; La Porta et al., 1999). Porém, o exercício da gestão está relacionado e muito dependente das práticas de CG uma vez que estas influenciam o desempenho da empresa. Quando o gestor é também acionista o nível de desempenho é maior (Sun & Li, 2014), decorrente da existência de uma relação consistente e positiva entre a *performance* e a existência de diretores com participação no capital (Bhagat & Bolton, 2008).

2. Metodologia de Investigação

Recordamos que este trabalho tem como objetivo procurar identificar a relação existente entre as principais características do modelo de CG dominante em Portugal e o desempenho empresarial, com especial enfoque nos conflitos de agência. O estudo será desenvolvido com base numa metodologia de natureza qualitativa, suportado num conjunto de informação qualitativa (características dos modelos de CG) e quantitativa (indicadores de *performance* empresarial), suportada numa amostra de 42 sociedades de direito nacional com ações cotadas na *Euronext Lisbon*. Para a recolha dos dados foram utilizados os respetivos Relatórios e Contas, nomeadamente a informação

constante do Relatório de Gestão, Balanço, Demonstração dos Resultados, Relatório sobre CG e o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas, publicado pela CMVM. A informação respeita aos anos de 2011, 2012 e 2013, período para o qual se encontram disponíveis todos os relatórios e contas e respetivos relatórios de CG.

Esta informação será utilizada para identificar o modelo de CG maioritariamente utilizado e compreender em que medida as suas características afetam os conflitos de agência que se geram e qual a sua influência ao nível da *performance* empresarial. Adicionalmente procurar-se-á perceber que tipo de associação se estabelece entre os indicadores de *performance* e o modelo de CG adotado, Anglo-saxónico ou Latino/Monista, bem como entre os indicadores de *performance* e o tipo de remuneração, fixa ou variável. Para o efeito, fixaram-se as seguintes hipóteses de investigação (HI):

HI₁: Existem diferenças entre os modelos de *Corporate Governance* (Anglo-saxónico e Latino/Monista) relativamente aos indicadores de *performance* empresarial;

HI₂: Existem diferenças por tipo de remuneração (fixa e variável) relativamente aos indicadores de *performance* empresarial;

HI₃: Existe uma associação positiva entre os modelos de *Corporate Governance* e os indicadores de *performance* empresarial;

HI₄: Existe uma associação positiva entre o tipo de remuneração e os indicadores de *performance* empresarial;

HI₅: Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a adoção do Modelo de *Corporate Governance*;

HI₆: Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a forma de remuneração.

As variáveis dependentes a considerar derivam de características como o modelo de CG e a política de remunerações adotada e as variáveis independentes respeitam aos indicadores de desempenho ou de *performance* empresarial e serão considerados no seu conjunto e não individualmente para não se comprometer a sua validade. Utilizando o ROE como exemplo e tendo em conta que a estrutura empresarial passou de um sistema em que dominavam os ativos fixos tangíveis para um paradigma em que o capital intelectual pode ser um fator muito mais relevante, o ROE, se considerado individualmente, compromete a sua validade (Luís, 2012). Serão considerados o ROE, o ROA, o nível ou grau de concentração acionista, enquanto fator capaz de influenciar os conflitos de agência, a cotação bolsista e os resultados da empresa, enquanto variáveis que podem originar também custos de agência na medida em que os resultados e as cotações bolsistas, quando enviesados, podem originar pagamentos excessivos aos administradores, pelo menos no curto prazo. A rentabilidade, quer da empresa quer dos seus capitais próprios, o crescimento, bem como o nível de endividamento da empresa (solvabilidade e autonomia financeira), serão também variáveis dependentes a ter em atenção porque qualquer uma delas é passível de proporcionar orientações sobre a existência de custos de agência. Serão ainda consideradas a dimensão do CA e a independência dos seus membros na medida em que ambas podem influenciar a transparência da relação entre acionistas e administradores.

Para dar resposta às hipóteses de investigação, pretende-se efetuar uma análise inferencial onde se vai utilizar o teste paramétrico *t-Student* para duas amostras independentes no sentido de se verificar a existência de diferenças entre o tipo de remuneração e as variáveis de *performance*, bem como entre o modelo de CG adotado pelas empresas e as variáveis de *performance*. Para algumas das variáveis em estudo houve necessidade de transformar as variáveis quantitativas em variáveis qualitativas dicotómicas. Em face disso, as variáveis número de administradores do CA, número de membros independentes, ROE, autonomia, solvabilidade, cotação bolsista, índice de *Herfindahl-Hirschman* (eq. 1) e a taxa de crescimento do volume de negócios, foram transformadas através da divisão da série de cada uma das variáveis, pela sua mediana.

$$H_i = \sum_{i=1}^n (S_{i,t})^2 \quad [1]$$

Onde:

H_i - Índice de *Herfindahl-Hirschman* para a empresa i

$S_{i,t}$ - Participação acionista do grupo t na empresa i .

Após a transformação das variáveis, de quantitativas para qualitativas, nomeadamente o número de administradores do CA, número de membros independentes, ROE, autonomia, solvabilidade, cotação bolsista, índice de *Herfindahl-Hirschman* e a taxa de crescimento do volume de negócios, procedeu-se à análise de associação entre as variáveis para dar resposta às hipóteses de investigação, ou seja, perceber se as variáveis de *performance* afetam o modelo de CG adotado bem como o tipo de remuneração das empresas em estudo. Pretende-se aplicar os testes não paramétricos de associação, designadamente o *Phi*, para medir o grau de associação entre as variáveis qualitativas e a sua direção.

Posteriormente, e de forma a englobar todas as variáveis independentes no mesmo modelo, pretende-se utilizar o modelo econométrico *Logit*, um modelo de escolha binária. Para o efeito, as variáveis quantitativas em estudo foram todas transformadas em variáveis dicotómicas. De referir, ainda, que apenas se vai trabalhar com os modelos de CG Anglo-saxónico e Latino/monista na medida em que a expressão de utilização do modelo de CG Germânico/dualista não é significativa (adotado apenas por uma empresa pertencente à amostra).

A relação entre as variáveis explicativas e as variáveis explicadas será analisada tendo em conta o modelo *Logit* geral (eq. 2) (Hosmer & Lemeshow, 2000):

$$Y_i = \text{Logit}(P) = \ln \frac{P}{1-P} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \dots + \beta_k X_{ki} \quad [2]$$

Onde,

$$P = \text{Prob}(Y = 1)$$

Representa o rácio da probabilidade ou *odd-ratio* de um acontecimento (ocorrência/não ocorrência). Tendo em conta o modelo, a probabilidade vem dada pela equação 3 (Hosmer & Lemeshow, 2000):

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + e^{(-\beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \dots + \beta_k X_{ki})}} \quad [3]$$

Onde β representa os coeficientes estimados pelo modelo de regressão Logística. Os coeficientes estimados pelo *Logit* não possuem interpretação económica direta. Para obter o significado económico do coeficiente é necessário trabalhar com a função exponencial de forma a obter o designado rácio de probabilidades (*odd-ratio*). Este rácio indica o número de vezes em que a probabilidade de ocorrer o evento é superior à probabilidade de ocorrência do evento de referência (Hosmer & Lemeshow, 2000).

Para a aplicação do modelo tendo como variável dependente o modelo de CG (Monista e Anglo-saxónico) adotado pelas empresas e como variáveis independentes os indicadores de *performance* apresentados ter-se-á a seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{Modelo de CG} = & b_0 + b_1 \text{Número de Administradores} + b_2 \text{Número de Administradores Independentes} + \\ & + b_3 \text{ROE} + b_4 \text{Autonomia} + b_5 \text{Solvabilidade} + b_6 \text{Cotação Bolsista} + \\ & + b_7 \text{Concentração Acionista} + b_8 \text{Tx. Cresc. Volume de Negócios} \end{aligned} \quad [4]$$

Por sua vez, com a aplicação do modelo tendo como variável dependente o tipo de remuneração (Fixa e Variável) utilizado pelas empresas e como variáveis independentes os indicadores de *performance* apresentados, ter-se-á a seguinte equação:

$$\begin{aligned} \text{Tipo de Remuneração} = & b_0 + b_1 \text{Número de Administradores} + \\ & + b_2 \text{Número de Administradores Independentes} + \\ & + b_3 \text{ROE} + b_4 \text{Autonomia} + b_5 \text{Solvabilidade} + \\ & + b_6 \text{Cotação Bolsista} + b_7 \text{Concentração Acionista} + \\ & + b_8 \text{Tx. Cres. Volume de Negócios} \end{aligned} \quad [5]$$

Na Tabela 1 que se segue apresentam-se os valores assumidos pelas diferentes variáveis em estudo.

Tabela 1: Valores assumidos pelas variáveis em estudo.

Variável	Valores
Modelo de <i>Corporate Governance</i>	0 – Modelo Latino 1 – Modelo Anglo-saxónico
Remuneração	0 – Remuneração Fixa 1 – Remuneração Variável
Dimensão Conselho de Administração	0 – Número de Administradores Baixo 1 – Número de Administradores Elevado
Número de Administradores Independentes	0 – Número de Administradores Independentes Baixo 1 – Número de Administradores Independentes Elevado
ROE	0 – ROE Baixo 1 – ROE Elevado
Autonomia	0 – Autonomia Baixa 1 – Autonomia Elevada
Solvabilidade	0 – Solvabilidade Baixa 1 – Solvabilidade Elevada
Cotação Bolsista	0 – Cotação Bolsista Baixa 1 – Cotação Bolsista Elevada
Concentração Acionista	0 – Concentração Acionista Baixa 1 – Concentração Acionista Elevada
Volume de Negócios	0 – Volume de Negócios Baixo

Fonte: Elaboração própria.

Em toda a análise e decisão sobre as hipóteses de investigação vai assumir-se o nível de significância de 5%.

3. Corporate Governance e Conflitos de Agência em Portugal

A amostra sobre a qual incide o estudo contempla as empresas cotadas no mercado bolsista português, *Euronext Lisbon*, no ano de 2013, e inclui as 42 sociedades de direito nacional que se distribuem por nove setores de atividade. Destes destacam-se com maior peso o setor industrial, com uma percentagem de 26,19% (11) de empresas, seguido do setor de serviços ao consumidor com uma percentagem de 21,43% (9) de empresas. Em sentido oposto apresenta-se o setor do Gás e Petróleo, que regista uma percentagem de apenas 2,38% correspondente a uma única empresa.

Quanto ao modelo de CG seguido pelas 42 empresas analisadas, o que apresenta um maior peso é o modelo Latino, adotado por trinta empresas, o que resulta numa percentagem de 71,43%. O modelo Anglo-saxónico é adotado por 26,19% (11) das empresas e o modelo Dualista é apenas adotado por uma empresa, o que se traduz numa percentagem de 2,38%.

Para dar resposta às duas primeiras hipóteses de investigação aplicou-se o teste paramétrico *t-Student* de forma a perceber se existem diferenças entre os modelos de CG (Monista e Anglo-saxónico) e o tipo de remuneração, relativamente aos indicadores de *performance* empresarial (Tabela 2).

Tabela 2: Resumo da informação estatística para o Modelo de CG e Tipo de Remuneração.

Indicadores de Performance	Modelo de CG			Tipo de Remuneração		
	Valor do teste	p-value	Significância Estatística	Valor do teste	p-value	Significância Estatística
Cotação Bolsista	-2,622	0,012	S	-3,044	0,003	S
Dimensão CA	-3,997	<0,001	S	-6,889	<0,001	S
Número de Administradores Independentes	-4,914	<0,001	S	-3,097	0,002	S
Autonomia	1,375	0,176	NS	-1,636	0,104	NS
Solvabilidade	1,531	0,129	NS	-0,840	0,402	NS
ROE	0,894	0,374	NS	1,610	0,110	NS
Concentração Acionista	0,648	0,518	NS	0,567	0,572	NS
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios	0,268	0,789	NS	-0,709	0,480	NS

Nota: S, Significativo; NS, Não Significativo.

Fonte: Elaboração própria.

Para o Modelo de CG adotado as variáveis estatisticamente significativas são a Cotação Bolsista ($p\text{-value}=0,012$), a Dimensão do CA ($p\text{-value}<0,001$) e o Número de Administradores Independentes ($p\text{-value}<0,001$). Conclui-se assim que apenas três das

oito variáveis de *performance* estudadas são estatisticamente significativas, o que não confere robustez à presente hipótese de investigação (HI₁). Estes resultados não estão em linha com os obtidos por Campos (2015) e Ferreira (2013), que concluíram pela existência de diferenças estatisticamente significativas entre desempenho empresarial e o modelo de CG adotado. Tal não se verifica no presente estudo, pelo que a 1.^a hipótese de investigação (HI₁) não é validada.

As variáveis estatisticamente significativas relativamente ao tipo de remuneração são também a Cotação Bolsista, a Dimensão do CA e a variável Número de Administradores Independentes (*p-value*<0,05). Ferreira (2013) sugere que em determinadas situações os administradores possam manipular os resultados das empresas para aumentar a sua remuneração variável, nomeadamente através da cotação bolsista da empresa. Jensen e Meckling (1976) indicam também que a cotação bolsista e o mercado de capitais podem servir para o gestor maximizar a sua utilidade em detrimento da utilidade do acionista. Porém, e contrariamente ao que a literatura sugere, neste estudo conclui-se que o tipo de remuneração não afeta a *performance* empresarial na medida em que das oito variáveis de *performance* usadas apenas três são estatisticamente significativas. Assim, e com base na informação apresentada, não é validada a 2.^a hipótese de investigação (HI₂).

De forma a aprofundar a análise e tentar dar resposta à 3.^a e 4.^a hipóteses de investigação (HI₃ e HI₄), foi aplicado o teste não paramétrico de associação, teste de *Phi*, de forma a ser analisada a associação entre as variáveis qualitativas. Os resultados obtidos apresentam-se na Tabela 3 que se segue.

Tabela 3: Valores para a associação entre variáveis – Teste de *Phi*.

	Modelo de CG			Tipo de Remuneração		
	Valor	<i>p-value</i>	Significância Estatística	Valor	<i>p-value</i>	Significância Estatística
Número de Administradores	0,287	<0,001	S	0,3290	<0,001	S
Número Administradores Independentes	0,431	<0,001	S	0,239	0,007	S
ROE	0,106	0,242	NS	0,199	0,026	S
Autonomia	0,111	0,219	NS	0,054	0,543	NS
Solvabilidade	0,111	0,219	NS	0,054	0,543	NS
Cotação Bolsista	0,250	0,006	S	0,235	0,008	S
Concentração Acionista	-0,142	0,116	NS	-0,126	0,156	NS
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios	0,069	0,441	NS	0,090	0,311	NS

Nota: S, Significativo; NS, Não Significativo.

Fonte: Elaboração própria.

Da sua análise (Tabela 3) ressalta que dos indicadores estudados apenas o Número de Administradores, Número de Administradores Independentes, ROE e Cotação Bolsista são estatisticamente significativos (*p-value*<0,05). Neste sentido, e tal como conclui Campos (2015), a Dimensão do CA, bem como a Independência dos seus membros, estão associadas com o Modelo de CG adotado pelas empresas. As restantes variáveis estudadas não têm significância estatística no que diz respeito à escolha do modelo de

CG e ao tipo de remuneração. Dos indicadores que não são estatisticamente significativos verifica-se uma associação moderada entre a variável Número de Administradores e a Escolha do Modelo de CG ($\Phi=0,287$), entre o Número de Administradores e a variável Remuneração ($\Phi=0,329$) e entre a independência dos Administradores e a adoção do Modelo de CG ($\Phi=0,431$). Há associações fracas entre a Remuneração e o ROE, entre a Remuneração e a Cotação Bolsista e entre a Cotação Bolsista e o modelo de CG adotado, já que todos eles apresentam $\Phi < 0,25$.

Tendo em conta os valores da Tabela 3 verifica-se que o modelo de CG adotado pelas empresas se associa de forma positiva, fraca a moderada, com as variáveis de *performance*, exceto para a variável Concentração Acionista. Uma vez que os resultados não são estatisticamente significativos, a 3.^a hipótese de investigação (HI₃) não é validada, ainda que grande parte das variáveis tenham uma associação positiva direta com o modelo de CG.

A 4.^a hipótese de investigação (HI₄) também não se confirma, ainda que a variável Tipo de Remuneração se associe de forma positiva, fraca a moderada com os indicadores de *performance* (excetuando, mais uma vez, a variável Concentração Acionista). Como essa associação não é estatisticamente significativa, não é validada a 4.^a hipótese de investigação (HI₄).

Para dar resposta às 5.^a e 6.^a hipóteses de investigação (HI₅ e HI₆) produziu-se o modelo *Logit*, que será aplicado para duas variáveis dependentes, Modelo de CG e Tipo de Remuneração. A variável Modelo de CG divide-se em Modelo Latino e Modelo Anglo-saxónico e a variável Remuneração encontra-se dividida em Remuneração Fixa e Remuneração Variável, tal como explicitado anteriormente. Como variáveis independentes foram considerados os indicadores de *performance* e como dependentes o Número de Administradores, o Número de Administradores Independentes e a Cotação Bolsista, variáveis que com a aplicação dos modelos anteriores se mostraram estatisticamente significativas. Os resultados da aplicação do modelo *Logit*, tendo como variável dependente o modelo de CG, são apresentados na Tabela 4 que a seguir se apresenta.

Tabela 4: *Resultado* do Modelo *Logit* para a variável dependente: Modelo de CG.

Varáveis	Coeficiente (β)			Rácio de Probabilidades $exp(\beta)$
		<i>p-value</i>	Erro Padrão	
Número de Administradores	0,053	0,932	0,624	1,055
Número de Administradores Independentes	2,970	0,01	0,834	19,491
ROE	-0,270	0,628	0,558	0,763
Autonomia	0,324	0,710	0,873	1,383
Solvabilidade	0,226	0,800	0,892	1,253
Cotação Bolsista	1,299	0,043	0,641	3,667
Concentração Acionista	-0,736	0,132	0,489	0,479
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios	-0,018	0,971	0,492	0,982
Constante	-3,749	<0,001	0,899	0,024

Fonte: Elaboração própria.

O modelo estimado e que oferece os dados apresentados na Tabela 4, é o que a seguir se apresenta:

$$\begin{aligned} \text{Modelo de CG} = & -3,749 + 0,053 * \text{Número de Administradores} + \\ & + 2,97 * \text{Número de Administradores Independentes} - 0,27 * \text{ROE} + \\ & + 0,324 * \text{Autonomia} + 0,226 * \text{Solvabilidade} + 1,299 * \text{Cotação Bolsista} - \\ & - 0,736 * \text{Concentração Acionista} - 0,018 * \text{Taxa Crescimento Volume de Negócios} \end{aligned}$$

[6]

No que às previsões do modelo diz respeito, a percentagem global de casos corretamente previstos é de 81,3%, pelo que se considera que o modelo apresenta um bom desempenho. Analisando o valor do coeficiente de determinação de McFadden, utilizado como indicador de avaliação da satisfação e da qualidade do modelo (Sardinha, 2014), que se situa nos 0,259, permite concluir que, por se apresentar relativamente próximo de zero, o modelo pode ser considerado como um bom modelo.

Tal como já tinha sido, em parte, previsto na aplicação do teste não paramétrico de associação *Phi*, dos indicadores em análise são estatisticamente significativos o Número de Administradores Independentes (*p-value*=0,0003) e a Cotação Bolsista (*p-value*=0,043).

Na continuação passamos a analisar as conclusões da aplicação do modelo *Logit* bem como da 5.^a e 6.^a hipóteses de investigação (HI₅ e HI₆). O aumento do Número de Administradores Independentes amplia a probabilidade de o modelo adotado ser o modelo Anglo-saxónico. Este resultado está em linha com a teoria, que defende que o modelo Anglo-saxónico prevê um CA constituído por administradores independentes não executivos que não se podem alinhar com os interesses dos acionistas majoritários mas sim com os de todos os acionistas (La Porta et al., 1999), e também com Baysinger e Butler (1985), que não só concluíram pela existência de um diferencial entre o grau de independência dos gestores e o desempenho das empresas como defendem que a existência de membros independentes limita eventuais custos de agência que se possam verificar numa relação entre gestor e acionista.

A variável Cotação Bolsista apresenta também uma influência positiva, ou seja, cotações bolsistas elevadas aumentam a probabilidade de o modelo adotado ser o Anglo-saxónico. Esta relação esta em linha com as expectativas, uma vez que no modelo Anglo-saxónico os aumentos da cotação bolsista sinalizam a aprovação dos administradores por parte dos acionistas, o que pode originar distorções de cotação por parte dos gestores para melhorar a sua remuneração e levar à existência de custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Ross, 1973; Zimmerman, 1997).

Relativamente à relação entre a variável dependente e as restantes variáveis independentes, ainda que não sejam estatisticamente significativas para um intervalo de confiança de 95%, pode-se retirar conclusões do sentido da sua relação e verificar se estão ou não de acordo com o que a literatura sugere. Da análise aos resultados da aplicação do modelo resulta que entre a variável Número de Administradores e a variável dependente há uma relação positiva (*B*=0,053), ou seja, um aumento no número de administradores aumenta a probabilidade de ser adotado o modelo Anglo-saxónico. Não há na literatura fundamentos que permitam sustentar que a dimensão do CA influencie o modelo adotado. Baysinger e Butler (1985) haviam concluído pela não existência de uma relação estatisticamente significativa entre a Dimensão do CA e o desempenho empresarial.

A variável ROE e a variável modelo de CG têm uma relação negativa (*B*=-0,27), o que confirma a teoria, que sustenta que no modelo Anglo-saxónico existe, geralmente, uma separação entre a propriedade e a gestão. Atendendo a que os gestores agem de acordo com os seus interesses e não propriamente de acordo com os interesses dos acionistas, tendem a investir em projetos de curto prazo que lhe permitam um retorno

no imediato. Já no modelo Latino, onde os acionistas têm um maior controlo e monitorização sobre a empresa, privilegiam investimentos em projetos de longo prazo (Sardinha, 2014).

A relação da variável dependente com as variáveis Autonomia e Solvabilidade é positiva. Ou seja, empresas com rácios mais elevados de autonomia e solvabilidade têm maior probabilidade de adotar o modelo Anglo-saxónico. Este resultado não está, porém, em linha com a teoria, que sugere que empresas com melhores rácios deveriam resultar de modelos em que os acionistas são mais controladores, ou seja, o modelo Latino. Yermack (1996) aponta para a existência de uma correlação negativa entre a proporção de administradores independentes e o Q de *Tobin*, o que evidencia que empresas com mais administradores independentes têm pior desempenho. Considerando que neste estudo a maior percentagem de administradores independentes é dada pelo modelo Anglo-saxónico, a conclusão aqui obtida é oposta ao que a literatura sugere.

A Concentração Acionista está relacionada com a escolha do modelo de CG de forma negativa ($B=-0,736$), ou seja, quanto maior a concentração acionista maior a probabilidade de ser adotado o modelo Latino, o que não só faz sentido como está em linha com o expectável. O modelo Latino é adotado em mercados de maior concentração acionista, ainda que tal não seja aconselhável (Batista, 2009).

Por sua vez, a Taxa de Crescimento do Volume de Negócios está também negativamente relacionada com a escolha do modelo de CG Anglo-saxónico ($B=-0,018$). Tal como defendido por Batista (2009), por vezes os incentivos dos gestores estão associados ao crescimento da dimensão da empresa. Os gestores têm interesse em alavancar rácios como o volume de negócios sem que este se traduza em riqueza para os acionistas e, neste aspeto, o modelo Latino é mais propenso a este tipo de alavancagem.

Ainda que não se confirme a 5.^a hipótese de investigação os resultados obtidos demonstram que parte dos pressupostos da presente análise se confirmam, quer os resultados dos indicadores com significância estatística (Número de Administradores Independentes e Cotação Bolsista) quer o sentido da relação das restantes variáveis de *performance*. Assim, e ainda que os resultados obtidos não sejam tão robustos quanto os apresentados por estudos anteriores vão, grande parte deles, no mesmo sentido do que vem sendo sugerido pela literatura. Excetua-se aqui a relação entre as variáveis Autonomia e Solvabilidade e a variável Modelo de CG, pelo que parte do principal objetivo de estudo foi confirmado pelos testes aplicados. As variáveis Número de Administradores Independentes e Cotação Bolsista apresentam relevância estatística e influenciam de modo estatisticamente significativo a probabilidade de ser adotado o Modelo Anglo-saxónico. Se a cotação bolsista for elevada a probabilidade de adotar o Modelo Anglo-saxónico aumenta em cerca de 3,7 vezes face à cotação bolsista baixa.

Na continuação foi aplicado o modelo *Logit* para a variável dependente Tipo de Remuneração e os resultados obtidos encontram-se sistematizados na Tabela 5.

Tabela 5: *Resultado* do Modelo *Logit* para a variável dependente Tipo de Remuneração.

Varáveis	Coeficiente (β)	p-value	Erro Padrão	Rácio de Probabilidades
----------	-------------------------	---------	-------------	-------------------------

	<i>exp(β)</i>			
Número de Administradores	1,198	0,027	0,541	3,313
Número de Administradores Independentes	0,598	0,220	0,488	1,819
ROE	0,761	0,130	0,503	2,141
Autonomia	0,356	0,776	1,254	1,428
Solvabilidade	0,076	0,952	1,261	1,079
Cotação Bolsista	0,394	0,472	0,547	1,483
Concentração Acionista	-0,464	0,314	0,460	0,629
Taxa de Crescimento do Volume de Negócios	0,158	0,734	0,466	1,172
Constante	-0,370	0,503	0,553	0,691

Fonte: Elaboração própria.

A regressão estimada do modelo Logit, tendo em conta os dados da Tabela 5, é a seguinte:

$$\begin{aligned}
 \text{Tipo de Remuneração} = & -0,37 + 1,198 * \text{Número de Administradores} + \\
 & + 0,598 * \text{Número de Administradores Independentes} + \\
 & + 0,761 * \text{ROE} + 0,356 * \text{Autonomia} + \\
 & + 0,076 * \text{Solvabilidade} + 0,394 * \text{Cotação Bolsista} - \\
 & - 0,464 * \text{Concentração Acionista} + \\
 & + 0,158 * \text{Taxa Crescimento Volume de Negócios}
 \end{aligned}
 \tag{7}$$

No que às previsões do modelo diz respeito, a percentagem global de casos corretamente previstos é de 69%, um valor não tão elevado como o do modelo anterior. Considera-se, no entanto, que o modelo apresenta um bom desempenho. O valor do R-quadrado de McFadden é de 0,152, muito próximo de zero, o que permite considerar que o modelo é um bom modelo.

Na aplicação do modelo, utilizando como variável dependente a Remuneração, enquanto variável estatisticamente significativa ($p\text{-value}=0,027$), tem-se apenas o número de administradores. Ou seja, como $B=1,198$ há uma maior probabilidade de a remuneração ser variável em CA maiores, o que permite concluir que quanto mais membros o CA tiver maior a probabilidade de a remuneração dos seus membros ser variável. Neste caso, e se os CA não forem constituídos por membros independentes em número adequado, os gestores podem aproveitar para prosseguir os seus interesses pessoais em detrimento dos interesses dos acionistas, e com isso elevar a sua remuneração variável. Não há, no entanto, na literatura, suporte que permita confirmar este resultado.

O aumento do número de administradores independentes aumenta a probabilidade da remuneração adotada pela empresa ser variável. De facto, um maior controlo por parte de administradores independentes aumenta a probabilidade de incorrer em custos de agência quando a remuneração variável é menor, na medida em que o escrutínio a que os membros executivos não independentes estão sujeitos é maior. No entanto, não é claro que a adoção de comités de remuneração, formados por administradores independentes, tenha sucesso assegurado uma vez que a definição da política de

remuneração dos diretores executivos que daí resulta pode não assegurar os incentivos necessários aos administradores para agirem de acordo com os interesses dos acionistas (Short, Keasey, Wright & Hull, 1999).

O aumento das variáveis ROE, Autonomia, Solvabilidade e Taxa de Crescimento do Volume de Negócios, como indicadores de *performance*, aumenta a probabilidade do tipo de remuneração ser variável. Assim, e tal como a literatura sugere Short et al., (1999), a componente variável da remuneração tem como objetivo a maximização da utilidade e a sincronização dos interesses dos gestores com o interesse dos acionistas. Dessa forma os gestores terão maiores incentivos para apresentar indicadores de *performance* superiores quando a sua remuneração variável dependa, em parte, desses mesmos indicadores.

A Cotação Bolsista e a Remuneração Variável têm uma relação positiva ($B=0,394$), ou seja, os administradores podem tentar influenciar a cotação bolsista quando a sua componente de remuneração variável dependa dessa mesma cotação. No que à relação entre a concentração acionista e a remuneração fixa diz respeito temos que os aumentos de concentração aumentam a probabilidade de ser adotada pelo CA uma política de remuneração fixa. Se for levado em conta que o modelo Anglo-saxónico se encontra em mercados pouco concentrados e a remuneração fixa é mais significativa que a remuneração variável, a relação sugerida, que os aumentos de concentração acionista aumentam a probabilidade de adoção de remuneração variável, vai no sentido oposto ao apresentado pela teoria (Vieira et. al, 2009; Ooghe & Vuyst, 2001). Saliante-se, mais uma vez, que a análise aos resultados que incluem os indicadores Número de Administradores Independentes, ROE, Autonomia, Solvabilidade, Cotação Bolsista, Concentração Acionista Taxa de Crescimento do Volume de Negócios têm em conta a não significância estatística das variáveis, pelo que com a sua análise se procura tão só perceber o sentido da relação destas variáveis independentes com a variável dependente Tipo de Remuneração. A 6.^a hipótese de investigação (HI₆) também não é validada neste estudo.

Conclusões, limitações e futuras linhas de investigação

Este estudo procurou, no âmbito das empresas cotadas no mercado bolsista português, identificar a relação existente entre as principais características do modelo de CG dominante em Portugal e o desempenho empresarial, com especial enfoque nos conflitos de agência. Foram aplicados, para o efeito, testes estatísticos paramétricos (*t-Student*), não paramétricos de associação (*Phi*) e o modelo *Logit*, sendo as principais conclusões a extrair, para as seis hipóteses de investigação levantadas, as que a seguir se enumeram:

1. O modelo de CG mais adotado pelas empresas cotadas em Portugal é o modelo Latino/Monista;
2. No que respeita à variável remuneração, foi possível concluir que o tipo de remuneração mais usual nestas empresas é de tipo variável (Jensen e Meckling, 1976; Morck et al., 2005);
3. Relativamente à análise se “Existem diferenças entre os modelos de *Corporate Governance* (Anglo-saxónico e Latino/Monista) relativamente aos indicadores de *performance* empresarial”, não foram identificadas diferenças, pelo que os resultados apontam para a não existência de diferenças entre o modelo adotado e a *performance* empresarial, o que se traduz na não validação de HI₁. Este resultado não se apresenta em sintonia com as fontes empíricas consultadas (Campos, 2015; Ferreira, 2013);

4. Para a 2.^a hipótese de investigação, “Existem diferenças por tipo de remuneração (fixa e variável) relativamente aos indicadores de *performance* empresarial”, concluiu-se que apenas dois dos indicadores de *performance* utilizados (Cotação Bolsista e Dimensão do CA) apresentam significância estatística. HI₂ também não é validada, ao contrário do que vem sendo sugerido pela teoria (Jensen & Meckling, 1976; Batista, 2009);
5. Relativamente à HI₃, “Existe uma associação positiva entre os modelos de *Corporate Governance* e os indicadores de *performance* empresarial”, apenas dois dos indicadores de *performance* (Número de Administradores e Número de Administradores Independentes), dos oito estudados, são estatisticamente significativos. De referir, porém, que para a maioria destas variáveis (todas à exceção da Concentração Acionista) foi identificada uma associação positiva, fraca a moderada, com o modelo de CG. Contudo, e dada a não significância de parte das variáveis rejeita-se também HI₃. De referir, porém, que se concluiu existir uma associação positiva entre a variável modelo de CG e a *performance* empresarial, ainda que esta associação não seja estatisticamente significativa;
6. No que respeita à 4.^a hipótese de investigação, “Existe uma associação positiva entre o tipo de remuneração e os indicadores de *performance* empresarial”, os resultados indicam que a variável tipo de remuneração se associa de forma positiva, fraca a moderada com os indicadores de *performance*, exceto para a variável Concentração Acionista. Contudo, os indicadores de *performance* associados não são todos estatisticamente significativos, rejeita-se a hipótese de investigação HI₄. Os resultados obtidos permitem, porém, concluir que há uma associação positiva entre a variável remuneração e o desempenho empresarial das empresas cotadas em Portugal, ainda que esta associação não seja estatisticamente significativa;
7. Relativamente à HI₅, levantada com o objetivo de identificar se “Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a adoção do Modelo de *Corporate Governance*”, os resultados obtidos, ainda que não a permitam confirmar, levam a concluir que uma parte dos indicadores de *performance* apresenta resultados que estão em linha com a teoria (Baysinger & Butler, 1985; Yermack, 1996; Sardinha, 2014). Não obstante os resultados alcançados não se mostrarem particularmente robustos, permitem concluir que o Número de Administradores Independentes e que a Cotação Bolsista influenciam de forma estatisticamente significativa a escolha do modelo de CG, que a Cotação Bolsista elevada aumenta a probabilidade de ser adotado o modelo Anglo-saxónico, modelo mais propenso à existência de remunerações variáveis e onde a existência de custos de agência se tornam mais prováveis de acontecer. Conclusão corroborada por Batista (2009), para quem o modelo Anglo-saxónico é mais propenso à tomada de decisões de gestão mais favoráveis aos seus interesses e, por isso, tendentes a gerar problemas de agência;
8. Por fim, e no que respeita à 6.^a hipótese de investigação, “Os indicadores de *performance* empresarial influenciam a forma de remuneração”, os resultados obtidos também não a permitiram validar. HI₆ foi rejeitada dada a não significância estatística de todos os indicadores de *performance* estudados, ainda que tenham obtido resultados estatisticamente significativos para a variável Remunerações, nomeadamente através da perceção de que as empresas cotadas portuguesas privilegiam remunerações variáveis à medida que aumenta a dimensão do CA. As fontes empíricas consultadas não permitem, porém, confirmar ou desmentir esta conclusão.

As conclusões apresentadas não só mostram que os principais resultados alcançados não foram assertivos e ao encontro do objetivo de validação das hipóteses de investigação como, inclusive, que alguns dos resultados obtidos foram até contrários aos esperados. As seis hipóteses de investigação levantadas foram todas rejeitadas.

Ainda que para algumas delas os resultados se tenham apresentado concordantes com o esperado, a não significância estatística das variáveis acabou por se traduzir na não validação das hipóteses de investigação levantadas e por limitar os resultados e as conclusões do estudo elaborado. Por sua vez, a reduzida dimensão da amostra e o facto de algumas empresas não disponibilizarem os seus Relatórios de CG condicionou os resultados obtidos e retirou-lhe significância estatística.

Estas limitações abrem pistas para o desenvolvimento de trabalhos futuros, suportados em amostras mais abrangentes e noutras variáveis, como o EBITA, a Dimensão da Empresa, o número de trabalhadores ou o próprio Resultado Líquido do Período. Recomenda-se, também, e fundamentalmente, o desenvolvimento de um estudo centrado nas principais conclusões desta investigação porquanto a não validação das hipóteses levantadas, contrariamente ao esperado, justifica por si só uma maior reflexão para confirmar, ou não, os resultados agora apresentados.

Referências Bibliográficas

- Ali, C.B. (2014). *Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Disclosure*. IPAG Business School.
- Andersson, M. (1999). *Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*. OCDE 1999.
- Baysinger, D., & Butler, H. (1985). *Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*, 1(1), 101-124.
- Batista, C. D. B. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de Corporate Governance em Portugal*. Tese de Mestrado, Faculdade de Economia do Porto – Universidade do Porto.
- Bebchuk, L. (1999). *A Rent-protection Theory of Corporate Ownership and Control*, *National Bureau of Economic Research*, Cambridge.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). *Corporate Governance and Firm Performance: Recent Evidence*. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- Campos, L. (2015). *Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal*. Dissertação de Mestrado – Instituto Politécnico de Bragança, Portugal.
- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005). *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*. Lisboa: CMVM.
- Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários, (2015). *Código de Governo das Sociedades da CMVM 2014*.
- Eisenhardt, K. (1989). *Agency Theory: An Assessment and Review*. *The Academy of Management Review*, 14, (1), 57-74.
- Fama, E. (1980). *Agency Problems and the Theory of the Firm*. *The Journal of Political Economy*, 88, (2), 288-307.

- Fan, J., & Wong, T. (2005). Do External Auditors Perform a Corporate Governance Role in Emerging Markets? Evidence from East Asia. *Journal of Accounting Research*, 43 (1), 35-72.
- Ferreira, D. (2013). *Relação entre a Remuneração do Conselho de Administração, o desempenho financeiro das empresas e a responsabilidade social na Península Ibérica*. Instituto Politécnico de Leiria, Leiria.
- Hosmer, D., & Lemeshow, S. (2000). *Applied Logistic Regression*, 2 Ed, Walter A. Shewhart, Samuel S. Wilks.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Johnson, S., La Porta, R., Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *The American Economic Review*, 90, (2), 22-27.
- La Porta, R. Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54 (2), 471-517.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, pp. 3-27.
- Lethbridge, E. (1997). *Governança Corporativa*. *Revista do Banco Nacional do Desenvolvimento*, (8), 1-16.
- Lúis, C. (2012). *A avaliação da performance empresarial, as métricas tradicionais versus as métricas baseadas no valor*. Tese de Mestrado. Instituto Politécnico de Lisboa, Lisboa.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43 (3), 655-720.
- Mota, N. (2003). *Ownership Structure and Firm Performance: the Portuguese evidence*. Tese de Mestrado. Universidade do Porto, Porto.
- OCDE (2004). *Principles of Corporate Governance*. Paris.
- Ooghe, U., & Vuyst, V. D. (2001). The Anglo-Saxon Versus the Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of the Board Composition in Belgium. *Vlerick Leuven Gent Management School*.
- Ross, S. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, 63, (2), 134-139.
- Santos, S., & Barbosa, P. (2010). *Sustainable Governance: empresas portuguesas no contexto Internacional*. Sustentare.
- Sardinha, A. I. C. (2014). Os determinantes da adopção dos modelos de Corporate Governance nas empresas do mercado bolsista da Península Ibérica. Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Bragança.

- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). *A Survey of Corporate Governance*. *The Journal of Finance*, 2, 737-783.
- Silva, A. S. Vitorino, A. Alves, C. F. Cunha, J. A. & Monteiro, M. A. (2006). Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal. Instituto Português de Corporate Governance.
- Short, H., Keasey, K., Wright, M., & Hull, A. (1999), Corporate governance: from accountability to enterprise. *Accounting and Business Research*, 29, (4), 337-352.
- Smith, A. (1776). *Riqueza das Nações*. (7). Portugal: Fundação Caloust Gulbenkian.
- Sun, S., & Li, X. (2014). Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from the 2003 Tax Cut.
- Viera, I., Jorge, M. & Canadas, M. (2009). *Corporate Governance, Ethics and Social Responsibility: Comparing Continental European and Anglo-Saxon Firms*. Instituto Politécnico de Leiria, Portugal.
- Yermack, D. (1996). Higher Market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
- Weston, J. & Brigham, F. (2004). Fundamentos da administração financeira. 10 Ed. São Paulo: *Pearson Makron Books*.
- Zimmerman, J. (1997). *Accounting for Decision Making and Control*. Boston, Irwing.