



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Governo das Sociedades em Portugal

Estudo sobre as empresas que compõem o  
PSI-20

Tiago da Costa Monteiro

Católica Porto Business School  
2019



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Governo das Sociedades em Portugal

Estudo sobre as empresas que compõem o  
PSI-20

Trabalho Final na modalidade de Dissertação apresentado à  
Universidade Católica Portuguesa  
para obtenção do grau de Mestre em Gestão

por

Tiago da Costa Monteiro

sob orientação de  
Prof. Dr<sup>o</sup> José Miguel de Oliveira  
Prof. Dr<sup>o</sup> Luis Manuel Marques

Católica Porto Business School  
Março 2019



# Agradecimentos

Agradeço a todos os que, de certa forma, me ajudaram a concluir mais esta etapa da minha vida.

Ao meu orientador José Miguel Oliveira, um muito obrigado pelos conselhos e pela ajuda ao longo deste trabalho.

Aos meus amigos, pelos bons momentos em âmbito académico que vão ser sempre nostalgicamente recordados.

À minha família, um muito obrigado pelo apoio e segurança que me facultaram nestes momentos.

Deixo um especial agradecimento a um familiar muito estimado, que infelizmente já não está entre nós, o qual sem ele seria impossível ter chegado tão longe. A esse familiar dedico-lhe todo este trabalho.

A todos, um muito obrigado!



# Resumo

Ao longo dos anos, o conceito de governo das sociedades tem vindo a obter cada vez mais notoriedade. Fraudes financeiras como da WorldCom, Enron, Banco Espírito Santo, colocaram em risco o funcionamento dos principais sistemas financeiros internacionais, acabando por originar insegurança e incerteza em todos os mercados.

Nesse sentido, tendo por base os modelos teóricos, em particular a teoria da agência (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 2012; Thomsen & Conyon, 2012), e os estudos realizados por diversos autores, entre eles Thomsen & Conyon (2012), Block & Gerstner (2016), Rodrigues (2012), Batista & Farinha (2009), este trabalho procura analisar a estrutura corporativa das 18 empresas com maior capitalização bolsista em Portugal (PSI-20).

Assim, é apresentado um conjunto de estudos qualitativos sobre (i) estrutura acionista, (ii) administração e supervisão e (iii) diversidade no conselho de administração. Recorrendo à análise de conteúdo, este trabalho procura ainda comparar a realidade portuguesa através de várias perspetivas internacionais.

Com base nesta investigação, foram obtidos resultados que demonstram que as empresas analisadas são maioritariamente familiares, o que implica uma concentração de poder num só acionista, como uma possível semelhança nas suas estruturas corporativas. Em termos de sistemas legais, de supervisão e influência bancária, o contexto português é semelhante ao francês, o que, possivelmente, evidencia uma conformidade de ambos os sistemas de governo das sociedades.

Palavras-chave: Estruturas Corporativas; Sistemas de Governo das Sociedades; Grupos Empresariais do PSI-20



# Abstract

Over the years, the corporate governance concept has been getting more notoriety. Financial frauds such as WorldCom, Enron or even Banco Espírito Santo, put in risk the functioning of the main international financial systems, which were result in insecurity and uncertainty in all financial markets.

As such, based on theoretical models, in particular the agency theory (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 2012; Thomsen & Conyon, 2012), and the studies carried out by several authors, among them Thomsen & Conyon (2012), Block & Gerstner (2016), Rodrigues (2012), Batista & Farinha (2009), this work seeks to expose the corporate centers structures of the 18 largest market capitalization firms in Portugal (PSI-20).

Thus, a set of qualitative studies on (i) shareholder structure, (ii) administration and supervision, and (iii) the board of directors diversity is presented. Using a content analysis, this work also seeks to compare the portuguese context through several international perspectives.

Based on this research, the results show that the business groups analyzed here are mostly familiar type, which implies a concentration of power in a single shareholder, as well as a possible similiarity in their corporate structures. In terms of legal, supervisory and banking influence systems, the portuguese context is similar to the frech one, which possibly demonstrates the conformity of both systems of corporate governance.

Keywords: Corporate Structures; Corporate Governance Systems; Business Groups of PSI-20



# Índice

Agradecimentos .....	iv
Resumo .....	vi
Abstract .....	viii
Índice .....	x
Índice de Figuras.....	xii
Índice de Tabelas .....	xiii
Introdução.....	16
Capítulo 1	
Revisão da Literatura .....	19
1.1. Governo das Sociedades.....	19
1.1.1. Conceitos .....	19
1.1.2 Importância do governo das sociedades .....	21
1.2. Principais teorias sobre governo das sociedades .....	23
1.2.1. Teoria do problema de informação .....	23
1.2.2. Teoria da agência .....	24
1.2.3. Teoria da administração.....	26
1.2.4. Teoria da dependência de recursos .....	27
1.2.5. Teoria institucional .....	28
1.3. Modelos de Governo das Sociedades .....	30
1.3.1. Sistemas internacionais .....	30
1.3.2. Sistemas em Portugal .....	38
1.4. Mecanismos de governo das sociedades.....	43
1.4.1. Estrutura de capital.....	45
1.4.2. Conselho de administração .....	48
1.4.3. Composição e independência.....	51
1.4.4. Dimensão.....	54
1.4.5. Dualidade do CEO .....	56
1.4.6. Diversidade .....	58
1.5. Síntese da revisão da literatura.....	62

Capítulo 2	
Metodologia de investigação .....	66
2.1. Objetivos de investigação .....	66
2.2. Problematização de investigação .....	67
2.3. Caracterização do estudo .....	68
2.4. Identificação e caracterização da amostra .....	70
2.5. Método de recolha de dados .....	78
Capítulo 3	
Estudo Empírico .....	82
3.1. Apresentação dos resultados .....	83
Capítulo 4	
Discussão e Conclusão .....	96
4.1. Considerações finais .....	96
4.2. Limitações do estudo .....	104
4.3. Sugestões para trabalhos futuros .....	105
Bibliografia.....	107
Apêndices .....	111

# Índice de Figuras

<b>Gráfico 1:</b> Estrutura de capital das empresas do PSI-20.....	83
<b>Gráfico 2:</b> Representação do acionista dominante por modelo de negócio;.....	84
<b>Gráfico 3:</b> Acionistas majoritários nas empresas do PSI-20.....	86
<b>Gráfico 4:</b> Modelos de governo das sociedades das empresas do PSI-20.....	88
<b>Gráfico 5:</b> Dimensão dos conselhos de administração nas empresas do PSI-20.	89
<b>Gráfico 6:</b> Representação de membros não-executivos em proporção de membros executivos.....	90
<b>Gráfico 7:</b> Proporção de membros independentes nos conselhos de administração .....	92
<b>Gráfico 8:</b> Dualidade de funções de presidência nas empresas do PSI-20 .....	93

# Índice de Tabelas

<b>Tabela 1:</b> Sistemas de governo das sociedades de sete países.....	31
<b>Tabela 2:</b> Referências bibliográficas sobre as principais teorias de governo das sociedades.....	63
<b>Tabela 3:</b> Referências bibliográficas sobre os modelos de governo das sociedades.....	64
<b>Tabela 4:</b> Referências bibliográficas sobre os mecanismos de governo das sociedades.....	65
<b>Tabela 5:</b> Empresas integrantes do índice PSI-20 à data de 31 de dezembro de 2017 .....	73
<b>Tabela 6:</b> Empresas do PSI-20 apresentadas por estruturas de negócio .....	82
<b>Tabela 7:</b> Estrutura de Capital por modelo de negócio das empresas do PSI-20 .....	83
<b>Tabela 8:</b> Acionistas dominantes por modelo de negócio das empresas do PSI-20 .....	85
<b>Tabela 9:</b> Modelos de governo das sociedades por modelo de negócio das empresas do PSI-20.....	87
<b>Tabela 10:</b> Dimensão dos conselhos de administração por modelo de negócio das empresas do PSI-20 .....	88
<b>Tabela 11:</b> Representação de membros não-executivos em proporção de membros executivos.....	90
<b>Tabela 12:</b> Proporção de membros independentes nos conselhos de administração .....	91
<b>Tabela 13:</b> Dualidade de funções de presidência por tipo de negócio das empresas do PSI-20.....	92

<b>Tabela 14:</b> Diversidade de género por tipo de negócio das empresas do PSI-20 .....	94
<b>Tabela 15:</b> Diversidade de cultura por tipo de negócio das empresas do PSI-20 .....	94
<b>Tabela 16:</b> Tabela comparativa dos sistemas de governo das sociedades em França e Portugal .....	102
<b>Tabela 17:</b> Dados recolhidos sobre as estruturas acionistas das empresas do PSI-20 .....	111
<b>Tabela 18:</b> Dados recolhidos sobre diversidade nos conselhos de administração das empresas do PSI-20 .....	112
<b>Tabela 19:</b> Dados recolhidos sobre administração e supervisão das empresas do PSI-20 .....	115



# Introdução

A abordagem da temática sobre governo das sociedades tem vindo a ter uma relevância acentuada nas economias e nos debates empresariais (Batista & Farinha, 2009; Rodrigues, 2012; Thomsen & Conyon, 2012).

Após se terem verificado alguns escândalos financeiros e sucessivas falências de grandes organizações a nível mundial – Enron, WorldCom, Parmalat, etc., a confiança e a credibilidade das empresas cotadas em mercados financeiros foi posta em causa (Duarte, 2007; Matias, 2016). Assim, a necessidade de alinhar os interesses de todos os agentes económicos envolvidos e de recuperar a confiança dos mercados nos sistemas financeiros, foram as razões principais para a divisão corporativa entre supervisão e gestão – abordagem principal da teoria da agência (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 2012; Thomsen & Conyon, 2012).

Os escândalos financeiros que originaram a investigação pública de alguns bancos portugueses, como o Banco Português de Negócios e o Banco Espírito Santo, são os casos mais mediáticos do contexto português.

Desde então, a visibilidade da abordagem de governo das sociedades tem sido mais significativa em Portugal, envolvendo todos os agentes económicos presentes (investidores, entidades reguladoras, governo, etc.). Desta forma, a criação de códigos que visam proteger os interesses dos acionistas e reduzir os problemas de agência, foram criados e adaptados às diferentes estruturas corporativas (Block & Gerstner, 2016; CMVM, 2013; Silva, Vitorino, Alves, Cunha, & Monteiro, 2006; Thomsen & Conyon, 2012).

Perante o exposto, o objetivo deste trabalho passa por perceber como é que as 18 maiores empresas portuguesas se apresentavam, a 31 de dezembro de 2017, em matérias e políticas de governo das sociedades. Para isso, este estudo

pretende responder às seguintes questões: “Como são organizados os centros corporativos dos grupos empresariais do PSI-20 no que concerne ao governo das sociedades?” e “Como se pode comparar a realidade portuguesa com a realidade descrita na literatura sobre outros países?”.

Assim, este estudo tem como objetivo verificar através de métodos descritivos, se determinados mecanismos são aplicados de maneira a prevenir os principais problemas de governo das sociedades, e certificar se as práticas portuguesas estão de acordo com algumas referências internacionais, de forma a perceber se existe ou não semelhanças entre Portugal e outros países.

Assim sendo, vai ser dado especial ênfase à (i) estrutura de capital; (ii) modelos de governo das sociedades; e (iii) conselho de administração.

A estrutura do trabalho está organizada em 4 capítulos. No capítulo 1 apresenta-se a revisão da literatura que vai servir de contextualização teórica para os sistemas internacionais, os modelos portugueses e os mecanismos de governo das sociedades a serem abordados. No capítulo 2 é efetuada uma descrição sobre a metodologia utilizada, identificando e caracterizando a amostra, a problematização e o método de recolha de dados. O capítulo 3 apresentará os resultados propriamente ditos, explicando inicialmente o método para o fazer. Por fim, no capítulo 4 são evidenciadas as conclusões retiradas do estudo, apresentando as suas principais limitações e as sugestões para trabalhos futuros.



# Capítulo 1

## Revisão da Literatura

Neste capítulo, apresentar-se-á literatura relativa à temática de governo das sociedades. Inicialmente vão ser apresentados conceitos, a sua importância no contexto corporativo e estudos teóricos sobre este tema, com foco nos sistemas (internacionais e portugueses) e mecanismos internos alusivos às boas práticas de governo das sociedades.

### 1.1. Governo das Sociedades

#### 1.1.1. Conceitos

Ao longo dos anos, os princípios de governo das sociedades têm vindo a ter bastante relevo no controlo e monitorização das sociedades. Estes princípios são importantes quando é necessário manter um equilíbrio entre as expectativas criadas pelos acionistas e a visão dos gestores, de forma a que juntos se foquem na obtenção de vantagem competitiva e na criação de valor sustentado a longo-prazo.

Atendendo à leitura de diversos autores, é possível ver semelhanças entre as diversas conclusões sobre a definição de governo das sociedades, o que difere são as formas como as empresas colocam em prática estes conceitos.

No fundo, *corporate governance* é visto como “um conjunto de mecanismos, regulamentos, incentivos que auxiliam os acionistas, os administradores no controlo e direção das sociedades” (Thomsen & Conyon, 2012); como o “sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas” (Cadbury Report, 1992), tendo em conta os seus objetivos assim como as suas métricas de controlo. Para Davis (2005), o governo das sociedades caracteriza-se por um conjunto de

“estruturas, processos e instituições que rodeiam as organizações e que têm um papel importante na alocação de poder (interno ou externo) e no controlo e distribuição de recursos por todos os participantes”.

Segundo Silva, Vitorino, Alves, Cunha, & Monteiro, (2006), *corporate governance* consiste em “separar a esfera patrimonial inerente à atividade prosseguida pela empresa (...), da esfera patrimonial individual dos seus acionistas”.

Existem autores que idealizam este conceito através de um âmbito mais financeiro, e defendem que governo societário é a forma como os investidores garantem que as empresas gerem os seus retornos esperados (Shleifer & Vishny, 1997).

Segundo o Código de Governo das Sociedades, a CMVM<sup>1</sup> refere-se a governo das sociedades como um “sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades”, comportando assim uma vertente interna – na qual através de mecanismos apropriados controlam o cumprimento de um conjunto de regras organizativas intrínsecas às sociedades; e uma vertente externa – que, principalmente, visa em avaliar a sociedade através de mecanismos externos que permitam apresentar o desempenho real da organização para todos os seus interessados, nomeadamente *outsiders* (CMVM, 2013).

Numa perspetiva mais institucional, a OCDE<sup>2</sup> explica que “o governo das sociedades envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e *stakeholders*”. Para além disso, o governo das sociedades “fornece também uma estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos”, onde “se determina os

---

1 Comissão dos Mercados de Valores Mobiliários;

2 Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico;

meios para alcançar esses objetivos e monitorizar o desempenho” (OCDE, 2016).

Os objetivos das boas práticas de governo ajudam a construir um “ambiente de confiança, transparência e responsabilidade” que é importante para “fomentar o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial” (OCDE, 2016).

Embora sejam explicadas de forma diferente, estas definições chegam a conclusões semelhantes sobre para que servem realmente os sistemas de governo das sociedades: separar a propriedade da gestão, assim como prevenir práticas menos transparentes através de mecanismos que visem proteger os interesses dos acionistas.

A implementação de uma estrutura de governo societário assente em vários princípios éticos é essencial para atrair investidores importantes, pois transpõe confiança e segurança a quem financia, reduzindo assim possíveis assimetrias de informação<sup>3</sup> entre os diversos agentes na tomada de decisão e na partilha de informação.

### 1.1.2 Importância do governo das sociedades

O processo de globalização e informatização dos processos transformou as organizações em algo bastante complexo, com inúmeros negócios muitos deles diversificados e incompreendidos por parte de quem governa. Este grau de complexidade pode aumentar quanto maior e mais internacional for a empresa, e assim trazer problemas mais sérios e difíceis de mistificar (Thomsen & Conyon, 2012).

O governo das sociedades tem vindo a ter um papel importante nas empresas. De certa forma tenta resolver um problema básico que tem sido

---

<sup>3</sup> Assimetria de informação baseia-se no pressuposto de que existem agentes (investidores, credores, gestores, administradores) que atuam em determinado mercado, e dispõem de informações vantajosas perante outros agentes interessados (Mota, 2012) e The Market for “Lemons” de (Akerlof, 1970);

estudado e exemplificado por inúmeros autores em todo o mundo ao longo de décadas: o conflito de interesses entre *insiders*<sup>4</sup> e *outsiders*<sup>5</sup> (Thomsen & Conyon, 2012).

Para combater esse problema, Santos (2003) refere que “é importante adotar boas práticas de governo das sociedades que se adequem e se baseiem em alguns princípios: (i) transparência; (ii) salvaguarda dos acionistas e credores; (iii) punição dos gestores no caso de incumprimento dos objetivos ou dos regulamentos; (iv) foco na maximização dos resultados, sejam eles financeiros ou não financeiros; (v) seguir uma estrutura reconhecida internacionalmente; (vi) ajustar todos os pontos anteriores à realidade do país”.

Os princípios e normas de governo das sociedades são importantes para a promoção de eficiência, transparência e de responsabilidade entre empresas, sendo que o “sucesso e a credibilidade de uma empresa serão tanto maiores quanto maior for a transparência da sua estrutura e organização.” (Robalo, 2014). Davis, (2005) reforça ainda que o facto de a empresa se estruturar com base em princípios, pode transmitir um nível elevado de transparência e com isso aumentar a confiança dos investidores e credores.

Segundo Zingales (1997), um “governo das sociedades eficaz, será aquele que direciona, controla e incute autoridade através de medidas aceites e reconhecidas por todos os intervenientes”. Neste sentido, as boas práticas de governo das sociedades são essenciais para compreender as estruturas formais e o poder de decisão (Davis, 2005), pois as boas práticas estão relacionadas com a gestão e a estratégia das organizações, porque gerir é “coordenar as atividades das pessoas e os recursos das organizações, para definir e prosseguir os objetivos”<sup>6</sup>.

---

4 Todos os agentes responsáveis pelo governo e gestão das sociedades (membros executivos, membros não executivos, diretores);

5 *Outsiders* apresentam-se como todos os membros que não têm participação ativa dentro da sociedade, mas que têm interesses de cariz económicos e financeiros (investidores, credores);

6 Pinto, Carlos et. al., Fundamentos de Gestão, Editorial Presença, (2012), *in* (Robalo, 2014);

## 1.2. Principais teorias sobre governo das sociedades

### 1.2.1. Teoria do problema de informação

Problemas de informação resultam principalmente de mercados ineficientes, mercados onde as informações que estão publicamente disponíveis não transparecem a total veracidade sobre os ativos que estão a ser negociados (Thomsen & Conyon, 2012).

A assimetria de informação <sup>7</sup> tende a ser a principal causa dos comportamentos de agência. Segundo Thomsen & Conyon (2012), existem particularmente dois grandes tipos de assimetrias: *Adverse Selection (hidden knowledge)* e *Moral Hazard (hidden action)*.

*Adverse Selection* foi pela primeira vez ilustrado em 1970, por Akerlof, através do clássico exemplo que lhe valeu um Prémio Nobel da Economia em 2001, o mercado dos carros maus, apelidados como *Lemons*.

Segundo Thomsen & Conyon (2012), *Adverse Selection* ocorre quando os *principals (shareholders)* têm disponível um número reduzido de informação sobre os agentes, para conseguirem tomar uma decisão de risco reduzido. Este fenómeno não acontece unicamente entre *principal-agents*, resultam também de *takeovers*<sup>8</sup> entre empresas. Em ambos os casos, os dois intervenientes têm níveis de informação diferentes, derivado de competências e conhecimentos que por vezes podem ser ocultados ou enviesados.

A título de exemplo, Thomsen & Conyon (2012) hipotetizam uma situação de contratação. No caso de os *shareholders* decidirem contratar um *manager* para a empresa, eles somente o vão fazer através de um conjunto reduzido de informação: as que são reveladas pelo agente e as que são complementadas e

---

<sup>7</sup> Ocorre quando uma das partes envolvidas numa negociação possui um conhecimento mais extenso que o outro agente económico;

<sup>8</sup> *Takeover* define-se como propostas de aquisição entre duas empresas, onde a empresa querente oferece uma quantia por uma participação maioritária da empresa a ser comprada;

referenciadas por terceiros. Neste caso em concreto, tendo em conta o conhecimento total sobre as suas competências, o agente consegue perceber se é ou não a pessoa certa para o lugar, tendo mesmo o poder de esconder competências menos boas para não sair prejudicado.

*Moral Hazard (hidden action)*, caracteriza-se pela probabilidade de ocorrência de determinada consequência, no momento em que os agentes estão expostos a certos níveis de riscos (Holmstrom, 1979). Dá-se a sua ocorrência no momento em que a atividade desenvolvida pelo agente não pode ser observada pelo principal (Thomsen & Conyon, 2012), ou seja, os *shareholders* conseguem observar alguns indicadores mas uma grande parte dos comportamentos dos agentes permanece escondida.

O *Moral Hazard* pode ser ilustrado através da existência de um *trade-off*<sup>9</sup> entre risco e incentivos (Thomsen & Conyon, 2012). Por exemplo, podem ser dados aos *managers* incentivos (bónus em função dos resultados (*stock options*)) para que se crie um alinhamento entre os objetivos dos *shareholders* e o empenho e motivação dos *managers*.

### 1.2.2. Teoria da agência

Quando falamos sobre Governo das Sociedades, é importante referir o que é Teoria da Agência e os problemas causados por estes tipos de comportamentos. Anteriormente foi-se introduzindo algumas noções sobre assimetria de informação e teoria de agência.

De diversos estudos realizados por inúmeros autores, principalmente os que serão aqui citados, o problema de agência ocorre a partir do momento em que um determinado agente, se comporta tendo em conta os seus interesses

---

<sup>9</sup> Neste caso, *trade-off* define uma situação de equilíbrio entre dois fatores que não são alcançáveis ao mesmo tempo;

pessoais, deteriorando e não atuando em função dos interesses dos acionistas (Thomsen & Conyon, 2012).

Tendo em conta a complexidade e abrangência do conceito, para dar resposta a este conflito de interesses e atuar preventivamente sobre este tipo de comportamentos, passa a ser importante adotar um conjunto de práticas de governo das sociedades (Almeida, Almeida, & Ness Jr., 2002).

Para Thomsen & Conyon (2012), existem três tipos de problemas de agência: (i) problema *owner-manager*<sup>10</sup>; (ii) problema *majority-minority investors*<sup>11</sup>; e (iii) problema *shareholders-stakeholders*<sup>12</sup>. Todos estes tipos de problemas são regulados e expressados por aumentos e delegação de responsabilidade. No entanto, Thomsen & Conyon (2012), apresentam o problema *owner-manager* como o mais frequente nas organizações.

É ainda relevante acrescentar que com o crescimento e, por consequência, com o aumento da estrutura dimensional das sociedades, é importante que exista uma separação entre propriedade e a gestão (Campos, 2015), que acaba por ser a principal causa deste tipo de conflitos e dos eventuais custos de agência<sup>13</sup>

Para Jensen & Meckling (2012), “a relação entre proprietários e gestores devem ser estabelecidas através de um contrato que permita separar e equilibrar o poder e responsabilidades entre as diferentes partes interessadas no negócio”. Segundo os autores, estes contratos vêm facilitar a relação entre gestores e acionistas, que podem se tornar complexos com o aumento da necessidade de separação entre gestão e controlo.

Segundo Fama & Jensen (1983), “o processo de decisão passa pelas seguintes etapas: (i) criação de proposta; (ii) escolha das decisões; (iii) execução das

---

10 Donos/acionistas controlam as empresas e são responsáveis pela contratação e despedimento dos gestores;

11 Neste caso, as responsabilidades são alargadas a todos os investidores, minoritários e maioritários;

12 A responsabilidade é estendida não só aos *shareholders*, mas também aos *stakeholders*;

13 Custos a suportar com a atividade de monitorização para eliminar tais conflitos (Esperança et al., 2011);

decisões; (iv) análise do desempenho e recompensas”. Segundo os autores, este processo pode ser influenciado por eventuais problemas de agência.

Teoricamente, de acordo com Thomsen & Conyon (2012), alguns pressupostos que estão na origem dos problemas de agência são:

- ❖ Separação entre principal (acionistas) e agentes (gestores);
- ❖ Interesses divergentes: no momento em que o principal e o agente têm as suas próprias funções;
- ❖ Racionalidade: ambos são racionais, mas por vezes a racionalidade reforça os seus próprios interesses;
- ❖ Informação assimétrica: o agente está melhor informado que o principal acerca das suas competências e atividades, assim como a situação real da sociedade;
- ❖ Incerteza (Risco): a existência de fatores não controláveis é um forte pressuposto de que as existências de assimetrias de informação não são só originadas pelos agentes, mas também pelos mercados;
- ❖ Aversão ao Risco: alguns agentes não se sentem confortáveis perante altos níveis de risco, por isso preferem obter unicamente uma compensação fixa para evitar as incertezas económicas. No entanto, este tipo de remuneração fixa pode originar o problema de *free rider*<sup>14</sup>, e delegar todo o risco para o principal (acionistas).

### 1.2.3. Teoria da administração

A teoria da administração ou *stewardship theory*, defende que os membros executivos tendem a atuar mais numa vertente de liderança, deixando de parte os seus próprios interesses e passando a agir mais pelos interesses da

---

<sup>14</sup> Neste caso, o problema *free-rider* resulta de agentes que têm incentivos, maioritariamente fixos, que originam comportamentos ociosos e falta de ambição em atingir objetivos, originados pela inexistência de remunerações em função dos resultados (variáveis);

organização (Donaldson, 1990; Donaldson & Davis, 1991)<sup>15</sup>. Enquanto que na teoria da agência, o principal supõe que o agente procura maximizar os seus próprios interesses, na teoria da administração o principal minimiza esse risco ao tentar dar todas as condições para que o agente tome decisões favoráveis para a organização<sup>16</sup>.

Segundo Thomsen & Conyon (2012), os membros não-executivos podem também desempenhar funções executivas e assim, terem um papel importante na tomada de decisão estratégica e na respetiva criação de valor<sup>17</sup> (*the service role*).

Para Westphal (1999)<sup>18</sup>, este modelo apresenta-se como o “modelo colaborativo”, no qual as dependências entre as relações sociais dos membros presentes no conselho de administração vão, não só, promover a existência de uma troca de conhecimentos e ideias entre eles, como também aumentará os níveis de confiança que facilitem a comunicação e em contrapartida diminuem as assimetrias de informação.

#### 1.2.4. Teoria da dependência de recursos

A teoria da dependência de recursos considera que as organizações, como sistemas abertos, tendem a agir perante os interesses dos acionistas, do conselho de administração e de todos os agentes presentes na envolvente (Thomsen & Conyon, 2012).

Segundo Pfeffer & Salancik (1978) e Stearns & Mizruchi (1993)<sup>19</sup>, esta teoria consiste em estabelecer e manter contactos com agentes importantes

---

15 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

16 Os autores que defendem esta teoria consideram que é preferível ter a mesma pessoa como CEO e *Chairman* da empresa, pois assim conseguem evitar conflitos de interesses (Thomsen & Conyon, 2012);

17 Por exemplo: um advogado presta serviços de aconselhamento em matérias legais (Daily et al., 2003) *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

18 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

19 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

(investidores, bancos, clientes), de forma a que estes se tornem recursos valiosos para a empresa.

Esta teoria destaca ainda a importância das relações entre os conselhos de administração e os contextos sociais onde estes se inserem (*network theory*).

Adams et al. (2010)<sup>20</sup> referem que as organizações devem ter presente nos seus conselhos de administração membros com conhecimentos e experiências relevantes para atuarem sobre o contexto social onde estão integrados<sup>21</sup>.

### 1.2.5. Teoria institucional

Estudada por Meyer (1977)<sup>22</sup>, esta teoria tem vindo a ser impulsionada por diversos autores ao longo dos anos.

Segundo Zucker (1987)<sup>23</sup>, na teoria institucional “as organizações são influenciadas por pressões normativas, às vezes provenientes de fontes externas, tais como o Estado, outras vezes decorrentes de dentro da própria organização. (...) essas pressões levam a organização a ser orientada por elementos legitimados por procedimentos operacionais padrão”

Esse processo padrão de racionalização e burocratização, resulta de mudanças organizacionais menos orientadas para a competição ou eficiência e mais orientadas para uma homogeneidade de estruturas corporativas de empresas que partilhem o mesmo campo organizacional<sup>24</sup> (DiMaggio & Powell, 1983).

Para Hawley (1968)<sup>25</sup> o conceito que melhor define o processo de homogeneidade é o de isomorfismo<sup>26</sup>.

---

20 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

21 Por exemplo, um estudo realizado por Agrawal & Knoeber (2001) *in* (Thomsen & Conyon, 2012), concluiu que as empresas que estão inseridas num contexto social político relevante, tendem a contratar diretores com experiência nesse campo, de forma a transmitirem segurança a todos os envolvidos;

22 *in* (DiMaggio & Powell, 1983);

23 *in* (DiMaggio & Powell, 1983);

24 Organizações que, em conjunto, constituem uma área reconhecida da vida institucional: fornecedores, consumidores, agências reguladoras, e outras organizações que produzam produtos ou serviços similares.

25 *in* (DiMaggio & Powell, 1983);

Segundo Meyer (1979) e Fennell (1980)<sup>27</sup>, existem dois tipos de isomorfismo: o competitivo e o institucional. Enquanto que para os autores, o isomorfismo competitivo se resume a questões relacionadas com a competição, a mudança e a avaliação de aptidões num determinado mercado comum e de livre negociação, o isomorfismo institucional é mais complexo e destaca-se em 3 áreas distintas: coercitivo<sup>28</sup>, mimético<sup>29</sup> e normativo<sup>30</sup>.

Na teoria institucional, as práticas organizacionais, como as de governo das sociedades, podem ser influenciadas por um conjunto de pressões sociais: coerciva; de imitação (mimética); e ideológica (normativa) (DiMaggio & Powell, 1983; Thomsen & Conyon, 2012).

No entanto, a teoria institucional levanta questões como: “em que medida podem as empresas ser mais eficientes ao confiar nas práticas de governo das sociedades?” ou “até que ponto é que as práticas de governo das sociedades são resultado de mitos sociais com pouca justificação empírica?”.

Segundo Thomsen & Conyon (2012), uma forma de dar resposta a estas questões passa por usar evidências empíricas que relacionem a covariância das várias práticas com o desempenho das empresas.

Contudo, se as práticas de governo das sociedades forem adotadas somente com o intuito de imitar outras empresas (isomorfismo mimético), isto traduzir-se-á numa variação (exógena/externa) que, por consequência, poderá servir como forma de identificar o efeito/impacto na performance empresarial (DiMaggio & Powell, 1983; Thomsen & Conyon, 2012).

---

26 Processo de restrição que força um conjunto de empresas a serem similares, perante um determinado conjunto de condições ambientais;

27 *in* (DiMaggio & Powell, 1983);

28 É derivado por influências e pressões formais e informais, persuasivas, governamentais (ambiente, legais, fiscais) ou que procuram ser incluídas e aceites num determinado ambiente social;

29 É motivado por incertezas, ambiguidade que encorajam as organizações a imitarem e a terem outras como modelo;

30 É baseado na profissionalização, isto é, na contratação de pessoas com interesses comuns aos seus campos organizacionais;

## 1.3. Modelos de Governo das Sociedades

### 1.3.1. Sistemas internacionais

Sistemas de Governo das Sociedades são um conjunto de práticas, mecanismos (*ex-ante*<sup>31</sup> ou *ex-post*<sup>32</sup>), instituições, regras e legislação que quando utilizados de forma combinada, transmitem estabilidade e consistência nas estruturas organizacionais (Thomsen & Conyon, 2012).

Aguilera & Jackson (2010) e Thomsen & Conyon (2012) consideram que os sistemas de governo das sociedades são determinados segundo o contexto empresarial e o país onde as empresas se inserem. Estes sistemas devem ainda ser considerados segundo um conjunto de fatores como: (i) *Government vs. Private ownership*; (ii) *Market vs. Bank-based systems*; (iii) *Dispersed vs. Concentrated ownership*; (iv) *Stakeholder vs. Shareholder-based systems*; (v) *Legal systems*.

A Tabela 1, descreve de forma qualitativa o funcionamento dos sistemas de governo das sociedades de seis países. Todas as explicações baseadas nesta tabela, são da autoria de Thomsen & Conyon (2012).

A Tabela 1 apresenta por colunas todos os países enumerados, estando as linhas associadas a um conjunto de mecanismos que tendencialmente são mais utilizados.

No caso de Portugal, o sistema de governo das sociedades deste país vai ser discutido no capítulo 4. No entanto, decidiu-se inserir antecipadamente Portugal nesta tabela, de forma a facilitar a comparação entre os outros seis países estudados por Thomsen & Conyon (2012), e assim adiconá-lo à literatura.

---

31 Mecanismos de prevenção;

32 Mecanismos de resolução/correção;

	<i>USA</i>	<i>UK</i>	<i>Japan</i>	<i>France</i>	<i>Germany</i>	<i>Scandinavia</i>	<i>Portugal</i>
	<i>Market governance</i>	<i>Investor governance</i>	<i>Network governance</i>	<i>Public governance</i>	<i>Stakeholder governance</i>	<i>Stakeholder governance</i>	<i>Public governance</i>
<i>Legal system</i>	<i>Common</i>	<i>Common</i>	<i>Civil</i>	<i>Civil</i>	<i>Civil</i>	<i>Civil</i>	<i>Civil</i>
<i>Investor protection</i>	<i>High</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>Medium</i>	<i>Medium</i>	<i>Medium</i>	<i>Medium</i>
<i>Ownership Concentration</i>	<i>Low</i>	<i>Low</i>	<i>Medium</i>	<i>Medium</i>	<i>Medium</i>	<i>High</i>	<i>Medium/High</i>
<i>Typical owners</i>	<i>Institutions</i>	<i>Institutions</i>	<i>Cross-ownership</i>	<i>Cross-ownership</i>	<i>Families</i>	<i>Families</i>	<i>Cross- ownership</i>
<i>Board system</i>	<i>One-tier</i>	<i>One-tier</i>	<i>One-tier</i>	<i>One-tier</i>	<i>Two-tier</i>	<i>Two-tier</i>	<i>One-tier</i>
<i>Managers on board</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Many</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>
<i>Chair=CEO</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>
<i>Employees on board</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>
<i>Bank influence</i>	<i>Low</i>	<i>Low</i>	<i>High</i>	<i>High</i>	<i>High</i>	<i>Low</i>	<i>High</i>
<i>Performance pay</i>	<i>High</i>	<i>Medium</i>	<i>Low</i>	<i>Medium</i>	<i>Medium</i>	<i>Low</i>	<i>-</i>

**Tabela 1:** Sistemas de governo das sociedades de sete países;

**Fonte:** Conyon et al. (2012) e elaboração própria (Portugal);

Os primeiros dois países, Estados Unidos e Reino Unido, são regulados através de *market-based systems*<sup>33</sup>. Isto deve-se ao facto de estes dois países estarem inseridos em mercados financeiros bastante complexos, onde são imensas as empresas cotadas, assim como o número de ações negociadas. Estes sistemas são também caracterizados pela reduzida concentração de propriedade. Segundo os autores, nas grandes empresas americanas o investidor externo detém uma percentagem muito reduzida das ações, o mesmo acontece às empresas cotadas no Reino Unido, onde os acionistas têm menos de 5% das ações. Esta percentagem tende a diminuir de acordo com a dimensão das empresas (Barca & Becht, 2001).

Neste sentido, é então possível diferenciar *market-based systems* e *bank-based systems*<sup>34</sup>, que regulam essencialmente os países da Europa e o Japão (Bebchuk & Roe, 1999). Na Alemanha e Escandinávia (Noruega, Suécia e Dinamarca), predominam os *stakeholder systems* devido à importância que os funcionários, bancos e outros *stakeholders* têm nestes sistemas. A Alemanha chega mesmo a garantir que pelo menos metade dos funcionários das empresas estão presentes na *board*. Países como a França, em que o estado tem bastante influência nas empresas, os autores definem-nos como países de *public governance systems*.

É importante referir que os sistemas legais (*legal systems*) são pertinentes nas escolhas de alguns tipos de mecanismos. No caso de empresas onde existe uma elevada diversidade de investidores minoritários, Estados Unidos e Reino Unido, e onde as economias são regulamentadas pelos mercados, o sistema legal comum (*common law*) é o predominante. Este tipo de sistema legal caracteriza-se pelo facto de que, por vezes, as constituições e as leis não têm

---

<sup>33</sup> *Market-based systems* concentram nos investidores de empresas cotadas publicamente, os direitos e as responsabilidades de estes influenciarem decisões de gestão e de governo das empresas (Thomsen & Conyon, 2012);

<sup>34</sup> *Bank-based systems* concentram o poder de decisão nas instituições financeiras e de crédito, fazendo estas parte de uma participação ativa, ou não, da gestão e da tomada de decisão corporativa. São particularmente mais comuns em países onde as empresas recorrem menos ao mercado e mais a financiamentos (Thomsen & Conyon, 2012);

necessariamente de ser aplicadas para resolver um problema. Os tribunais e todos os representantes legais envolvidos têm um papel arbitrário no desenvolvimento dos casos, mas não decisivo. Nestes casos, os mercados podem desenvolver um papel crítico na resolução de um problema, ajudando todos os envolvidos a tomarem uma decisão, tendo em conta casos precedentes e similares.

Neste princípio de direito comum é mais favorável para a proteção dos direitos patrimoniais, incluindo o dos acionistas minoritários, sendo essa a razão para que os mercados financeiros sejam mais desenvolvidos nos países de onde existem *common law systems*.

Em contraste, nos sistemas jurídicos regulados pela lei civil (*civil law*), a constituição é baseada num conjunto de códigos específicos a cada área (civil, penal, fiscal), onde os juízes e todos os restantes intervenientes legais têm um papel decisivo na conclusão dos casos. Nestes casos, as leis são consideradas “um instrumento que o governo usa para atingir os seus objetivos, e que são por natureza menos protetores dos direitos patrimoniais” (Thomsen & Conyon, 2012).

Em cada país, a complexidade das estruturas corporativas assim como dos elementos constitutivos das mesmas, dificultam a escolha dos sistemas de governo das sociedades a serem utilizados.

A estrutura corporativa escolhida pelas empresas de um dado país é determinada tendo em conta fatores (i) legais, que definem os direitos e as responsabilidades de todas as partes envolvidas na administração das empresas; (ii) o ambiente corporativo vivido nesse país; (iii) os estatutos das sociedades, que definem as responsabilidades dos diretores (Hilary Hoynes, 2005).

De referir que as estruturas de governo das sociedades diferem de país para país, tendo em conta um conjunto determinado de fatores que influenciam o ambiente das empresas.

(Hilary Hoynes, 2005) identificou três modelos de governo das sociedades: o modelo anglo-saxónico, o modelo japonês e o modelo alemão. No entanto, nos países anglo-saxónicos, na França e no Japão prevalece a escolha dos sistemas *one-tier*, enquanto que os restantes países têm sistemas *two-tier*. A diferença entre os dois sistemas será explicada pormenorizadamente de seguida.

#### 1.3.1.1. *Unitary Board Systems*

*Unitary board systems*, ou *one-tier systems*, apresentam as responsabilidades de gestão e de supervisão centralizadas no conselho de administração (*board of directors*). Este tipo de sistema é tradicionalmente dividido entre (i) *Chief Executive Officer* (CEO) e a restante comissão executiva, (ii) *Chairman* (que pode ser também o CEO) e (iii) *Independent Directors* (Block & Gerstner, 2016).

Nas *one-tier systems*, os accionistas elegem os membros pertencentes ao conselho de administração, que depois escolhem os membros executivos. Na Europa e Estados Unidos, uma grande parte dos membros do conselho de administração são eleitos membros não-executivos que, de acordo com as boas práticas de governo das sociedades, devem ser numa maioria independentes<sup>35</sup> e sem qualquer vínculo laboral com as empresas (Thomsen & Conyon, 2012).

Segundo Block & Gerstner (2016), são apresentadas algumas vantagens e desvantagens ao sistema *one-tier*. Assim sendo, este sistema permite:

- ❖ Existência de fluxo de informação mais rápidos, originada pela sua estrutura e dimensão<sup>36</sup>;

---

<sup>35</sup> Independência acontece quando os membros não-executivos exercem outras funções de executivos, gestores ou até mesmo de professores noutras instituições, servindo assim de conselheiros aos membros do conselho de administração;

<sup>36</sup> Ao contrário das *two-tier boards*, estas têm um número de encontros aos quais devem estar presentes uma grande parte dos membros do conselho de administração. A *board of directors* incorpora ainda tanto

- ❖ Tomada de decisão mais rápida, devido ao facto de não existir distinção entre o conselho executivo e de supervisão<sup>37</sup>;
- ❖ Melhor compreensão e envolvimento no negócio por parte da *board*.

Por outro lado, como desvantagens, os autores enumeram alguns fatores de risco como:

- ❖ A simultaneidade entre quem decide e quem monitoriza;
- ❖ O *Chief Executive Officer* e o *Chairman* serem, por vezes, as mesmas pessoas;
- ❖ A existência de *serial directors*<sup>38</sup>;
- ❖ A incerteza quanto aos estatutos dos diretores independentes;

Tendo em conta outra perspetiva, segundo Hilary Hoynes (2005) e através da Tabela 1 de Thomsen & Conyon (2012), existem dois modelos *unitary board* nos mercados desenvolvidos de capitais: o modelo anglo-saxónico e o modelo japonês.

O modelo anglo-saxónico é caracterizado pela dispersão de capital, e assim da propriedade das empresas, distribuído entre investidores individuais ou institucionais que não tenham afiliação com as empresas; por um sistema legal bem desenvolvido que defina as responsabilidades dos três elementos chave<sup>39</sup>; e por interações transparentes e tempestivas entre os acionistas e as empresas. A *board of directors* da grande parte das empresas que se estruturam com base neste modelo integram tanto *insiders*<sup>40</sup> como *outsiders*<sup>41</sup>

---

membros executivos como membros independentes, promovendo assim um melhor relacionamento individual, uma melhor compreensão do modelo de negócio e um maior relevo dado à função de supervisão na tomada de decisão (Jungmann, 2006);

37 Promovendo assim um maior número de reuniões formais, devido ao facto de não existir uma separação entre quem aprova e quem decide, permitindo tomar decisões de forma mais eficiente;

38 Quando os membros com estatutos independentes são membros executivos em outras empresas, podem vir a ter menos envolvimento na monitorização da empresa no qual são membros independentes;

39 Gestores, diretores, acionistas;

40 Pessoa que está empregada por uma determinada empresa (executivo, gestor ou funcionário) ou que tem relações pessoais ou negócios com membros corporativos (e.g: diretor executivo);

41 Pessoa ou instituição que não tem qualquer relação direta com a organização ou com os membros corporativos (e.g: diretores independentes, diretores não-executivos);

Já o modelo japonês é caracterizado por quantias elevadas de capital concentrados em bancos e empresas; por um sistema bancário forte e com relações de longo-prazo com as empresas; por um sistema legal desenvolvido para apoiar e promover o *keiretsu*<sup>42</sup>; por uma *board of directors* composta exclusivamente por *insiders*; e por um baixo número de investidores externos, causado e agravado pelos procedimentos complicados ao exercício de direitos dos acionistas. A *board of directors* destas empresas são compostas maioritariamente por *insiders* (membros executivos, diretores dos departamentos das empresas e o seu centro corporativo). O *keiretsu* tem neste modelo um papel importante, pois as instituições envolvidas neste processo têm legitimidade de remover e escolher diretores para os conselhos de administração das empresas.

#### 1.3.1.2. *Two-tier board systems*

Nos sistemas *two-tier*, existe separação entre o conselho de administração e o conselho de supervisão. São os acionistas que elegem os membros do conselho de supervisão, maioria membros não-executivos, sendo que por vezes nomeiam uma minoria de membros executivos<sup>43</sup> a integrarem o conselho de supervisão (Thomsen & Conyon, 2012).

Segundo Block & Gerstner (2016), “os diretores executivos do conselho de administração decidem sobre os objetivos da empresa, e implementam as medidas que considerarem necessárias”; “entretanto, os membros não-executivos do conselho de supervisão monitorizam essas decisões de acordo com os interesses dos acionistas”.

---

42 Grupos industriais conectados por relações comerciais assim como por endividamento e capital próprio (*cross-ownerships*);

43 Como medida de prevenção das assimetrias de informação. Com membros executivos no conselho de supervisão o acompanhamento de resultados das empresas é muito mais acessível, assim como aprovar decisões mais importantes;

Na perspetiva de Hilary Hoynes (2005), o modelo alemão é baseado no sistema *two-tier*. No modelo alemão, as empresas preferem obter financiamentos através de bancos em vez de recorrerem ao mercado de capitais. Assim sendo, os bancos detêm um número elevado de participações das empresas, e um conjunto de membros na *board* dessas empresas, que representam os seus interesses. Este modelo apresenta um sistema dividido entre o conselho de administração (composto por *insiders*) e o conselho de supervisão (composto por representantes dos acionistas e dos funcionários<sup>44</sup>).

Com base na revisão anterior, é possível sintetizar um conjunto de vantagens e desvantagens relativas a este modelo. Assim sendo, este sistema:

- ❖ Permite distinguir de forma clara quem monitoriza (supervisão) e quem controla e gere;
- ❖ Apresenta os membros do conselho de supervisão numa maioria como independentes<sup>45</sup>;
- ❖ Identifica e distingue as responsabilidades dos membros do conselho de supervisão e do conselho de administração;

Por outro lado, o sistema pode apresentar algumas limitações e riscos, tais como:

- ❖ Baixo envolvimento dos membros do conselho de supervisão, devido ao facto de poderem eventualmente não receber toda a informação de forma tempestiva<sup>46</sup>;
- ❖ Processo de tomada de decisão pode atrasar devido a uma baixa presença dos membros de supervisão nas reuniões agendadas<sup>47</sup>;

---

44 Como referido anteriormente, a board das empresas alemãs estão representadas por cerca de 50% dos seus funcionários (Thomsen & Conyon, 2012) *in The World Bank Governance Indicators*;

45 Estão na empresa unicamente para proteger os interesses dos acionistas, ao monitorizar todas as decisões tomadas em regime de conselho de administração;

46 Rápida e atualizada, o que os impede de tomar decisões importantes;

47 Sendo membros independentes, muitos deles exercem funções executivas em outras entidades, as quais consideram ser mais importante a sua presença;

### 1.3.2. Sistemas em Portugal

Em Portugal, o conceito de governo das sociedades, tem vindo a ter uma forte presença nas empresas cotadas na *Euronext Lisbon*.

Com as elevadas exigências e critérios impostos pelos mercados internacionais, as empresas cotadas sentem a necessidade de aplicar estes princípios seguindo maioritariamente uma base legislativa e regulatória. Neste sentido, segundo Silva et al. (2006), é “no domínio do direito das sociedades e do direito dos valores mobiliários que se encontram os principais textos legislativos, sob a forma de códigos, com incidência no governo das sociedades: o Código das Sociedades Comerciais e o Código dos Valores Mobiliários”.

O Código das Sociedades Comerciais (CSC), “define os direitos e deveres dos sócios, administradores e membros dos órgãos de fiscalização e salienta a proteção dos sócios minoritários e dos credores, entre os quais, os trabalhadores” (Matias, 2016).

De acordo com Silva et al. (2006), o CSC “incorpora, na parte respeitante às sociedades anónimas, princípios e regras básicos de governo societário, designadamente os relativos à composição, competência, poderes de gestão e deveres dos órgãos de administração, aos direitos e deliberações dos acionistas e à fiscalização das sociedades”.

A Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM), tem como objetivo apoiar, através de um conjunto de recomendações, a “uma otimização do desempenho das sociedades e de contribuir para uma composição equilibrada dos interesses dos acionistas” (CMVM, 2013). A CMVM publica, desde 1999, recomendações de boas práticas de governo das sociedades, sendo que ao longo dos anos têm vindo a ser realizadas algumas alterações, de forma a tornar as empresas cada vez mais atrativas às exigências dos investidores e dos mercados.

Com isso, o Regulamento nº7/2001 da CMVM exige que as sociedades cotadas em bolsa divulguem anualmente toda a informação, de caráter financeiro e não financeiro, sendo obrigatório que todas as empresas cumpram estas recomendações e, caso não as cumpram, que apresentem uma razão válida para não o fazerem.

As empresas nacionais devem apresentar no seu relatório de governo das sociedades, o órgão de administração, a sua composição e as responsabilidades neles delegadas. Devem ainda tornar públicas as rotações dos membros integrantes e dos poderes que o conselho de administração tem na sociedade (Rodrigues, 2012). É obrigatório para as empresas indicarem ainda as regras e os critérios utilizados para avaliar a independência dos seus membros, assim como para a nomeação dos seus administradores não-executivos<sup>48</sup>

Numa perspetiva mais internacional acerca das práticas de governo das sociedades em Portugal, Heidrick & Struggles (2003)<sup>49</sup>, referem que “a prática do governo das sociedades em Portugal permanece muito aquém dos padrões aceites a nível europeu e as empresas portuguesas ainda têm um longo caminho a percorrer até os mercados internacionais sentirem confiança em investir em Portugal”.

Já Tierno (2014)<sup>50</sup> concluiu que o modelo latino “tem vindo a perder observações para o modelo anglo-saxónico, demonstrando que a maioria das empresas cotadas em Portugal é controlada por famílias”.

A reestruturação do CSC em 2006 mais as alterações realizadas pela CMVM aos modelos de governo das sociedades, resultaram em três modelos

---

48 Estatutos presentes no Regulamento do Governo das Sociedades 01/2010, da CMVM;

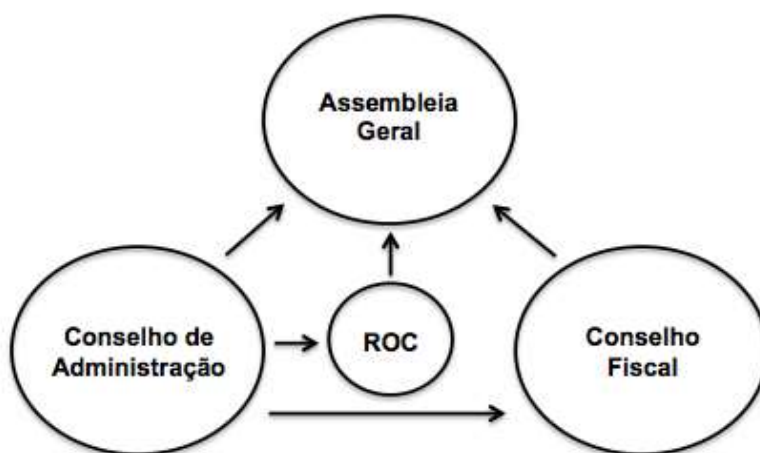
49 *in* (Rodrigues, 2012);

50 *in* (Matias, 2016);

corporativos, opcionais de serem adotados pelas empresas: (i) o modelo latino<sup>51</sup>; (ii) o modelo anglo-saxónico<sup>52</sup>; e (iii) o modelo dualista<sup>53</sup>.

### 1.3.2.1. Modelo Monista/Latino

Modelo constituído por uma Assembleia Geral, um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal ou Fiscal Único. No caso de ser um modelo monista reforçado, deve incluir um revisor oficial de contas que não seja membro do conselho fiscal (Ribeiro, 2014). A Figura 1 ilustra a relação entre os diversos órgãos.



**Figura 1** – Conselhos e comités obrigatórios no modelo monista/latino; **Fonte:** (Ribeiro, 2014)

Segundo Batista & Farinha (2009), “o conselho de administração é constituído por membros executivos e não executivos, enquanto os membros do conselho fiscal devem ser maioritariamente independentes”.

No modelo monista, “compete ao conselho de administração, composto por um número ímpar de membros, gerir as atividades da sociedade, com boa diligência e no interesse da sociedade, tendo em conta o interesse dos sócios e

---

51 Também conhecido como o modelo monista simples ou reforçado. É também um modelo com uma orientação anglo-saxónica (*one-tier system*) (Batista & Farinha, 2009);

52 Modelo de orientação anglo-saxónica (*one-tier system*) (Batista & Farinha, 2009);

53 Modelo inspirado no modelo continental/alemão (*two-tier system*) (Batista & Farinha, 2009);

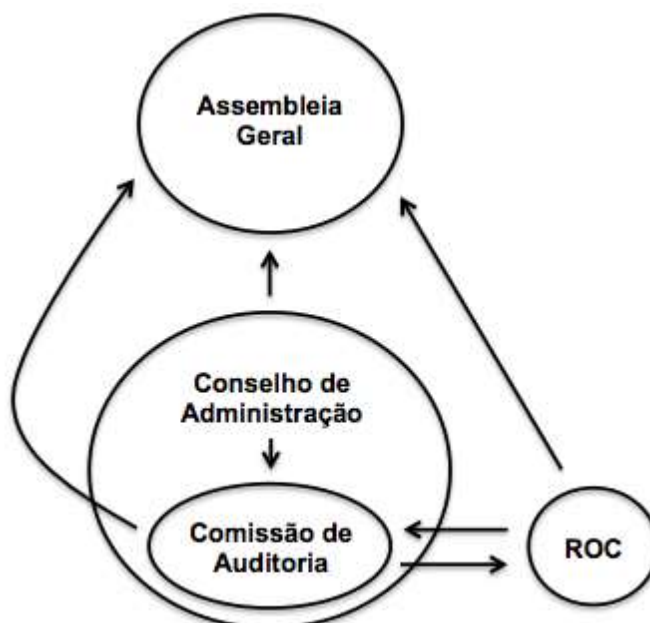
trabalhadores” (Silva et al., 2006). Os autores referem ainda que este é o modelo mais utilizado pelas sociedades anónimas portuguesas.

Ribeiro (2014) refere que este modelo, em 2012, era seguido por 12 empresas do PSI20, como por exemplo: Altri, Millenium BCP, Galp Energia e a Sonae.

### 1.3.2.2. Modelo anglo-saxónico

Este modelo é composto por uma Assembleia Geral, um Conselho de Administração com uma Comissão de Auditoria integrada, e um Revisor Oficial de Contas. Este modelo inclui uma Comissão de Auditoria, nomeada em Assembleia Geral, em que os seus constituintes têm de ser, no mínimo, três administradores não-executivos (Ribeiro, 2014).

Segundo Batista & Farinha (2009) “o conselho de administração deve gerir a entidade, contando com pelo menos um administrador independente, a comissão de auditoria deverá garantir a fiscalização e o ROC auditar a informação financeira”. Segundo os autores, uma vantagem deste modelo é que quem fiscaliza, tem acesso facilitado a um conjunto de informação.



**Figura 2** - Conselhos e comités obrigatórios no modelo anglo-saxónico; **Fonte:** (Ribeiro, 2014)

No ano 2012, este modelo era adotado por 7 empresas do PSI20: Banco Espírito Santo<sup>54</sup>, a Jerónimo Martins, a Portugal Telecom<sup>55</sup> e a REN (Ribeiro, 2014).

#### 1.3.2.3. Modelo dualista

O modelo dualista é composto por uma Assembleia Geral, por um Conselho Geral de Supervisão, por um Conselho de Administração Executivo<sup>56</sup> e por um Revisor Oficial de Contas.

Enquanto que o Conselho Geral de Supervisão é eleito por membros da Assembleia Geral, o Conselho de Administração Executivo é proposto pelo Conselho Geral de Supervisão (Ribeiro, 2014).

Batista & Farinha (2009) dizem que “neste modelo prevalece a separação da gestão dos detentores do capital, devido ao facto de os administradores (conselho executivo) não serem diretamente nomeados pela assembleia geral”.

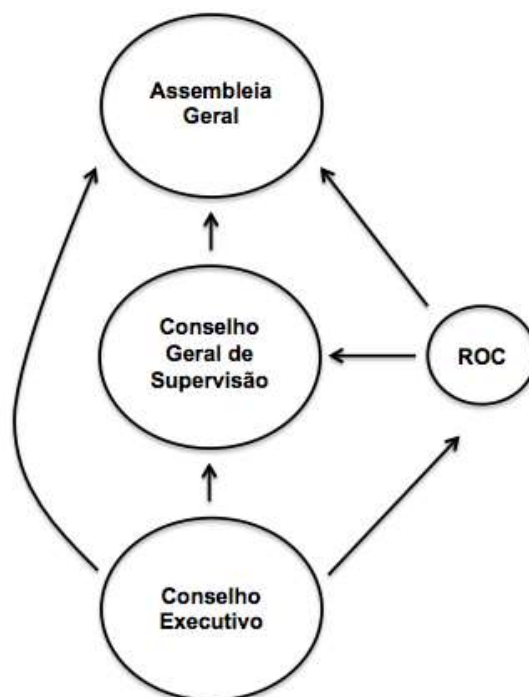
Segundo os autores, “os acionistas têm os seus poderes mais limitados na tomada de decisão, sendo chamados com mais regularidade para alteração de estatutos e para nomear/destituir membros do conselho geral de supervisão”.

---

54 Entretanto dissolvido e reestruturado como Novo Banco;

55 Entretanto adquirida e com o nome de Altice Portugal;

56 De acordo com o CSC, artº 424, nº 1, a sociedade pode ter um único administrador quando o seu capital não excede €200.000;



**Figura 3** - Conselhos e comités obrigatórios no modelo anglo-saxónico; **Fonte:** (Ribeiro, 2014)

No ano de 2012, este modelo era adotado por 1 única empresa do PSI20: a EDP (Ribeiro, 2014).

#### 1.4. Mecanismos de governo das sociedades

As práticas de governo das sociedades focam, maioritariamente, a sua atenção para mecanismos formais (leis, estrutura acionista, conselho de administração). Thomsen & Conyon (2012) ilustram mecanismos formais como o “topo de um iceberg”, ou seja, como uma parte da estrutura organizacional que, devido à obrigatoriedade de ser divulgada<sup>57</sup>, está exposta publicamente.

Contudo, este tipo de mecanismos são, por vezes, os menos importantes na implementação de boas práticas de governo das sociedades. Assim sendo, os autores acrescentam que cerca de 90% dos comportamentos intra-

---

<sup>57</sup> São tipos de estruturas que, segundo regulamentos e códigos, são obrigatórias serem comunicadas a entidades reguladoras e estarem presentes nos relatórios anuais das sociedades de capital aberto – conselho de administração, membros executivos, membros independentes, sistemas de controlo interno, entre outros;

organizacionais são regulados e influenciados por mecanismos informais (normas sociais<sup>58</sup>, códigos de ética, reputação da empresa, códigos de governo).

Ainda dentro deste domínio explicativo, os mecanismos de governo das sociedades são geralmente categorizados em dois tipos: internos e externos.

Segundo Zattoni & Judge (2012), os mecanismos internos atuam diretamente no controlo e monitorização da sociedade, de forma a prevenir e, por vezes resolver, comportamentos de agencia entre *insiders e outsiders*.

Para Adetunji Babatunde & Olaniran (2009), estes tipos de mecanismos têm o objetivo de controlar e equilibrar os poderes dos gestores, acionistas, diretores e *stakeholders*.

Ainda que estes mecanismos internos sejam necessários para manter uma estrutura eficiente, por si só não são suficientes. Assim, é necessário a existência de mecanismos externos que obriguem as organizações a garantir, num determinado mercado, os padrões aceitáveis de boas práticas de governo das sociedades.

Segundo Adetunji Babatunde & Olaniran (2009), são os mecanismos externos que, através de leis e obrigações formais, estão estruturados para regular um determinado mercado, com o objetivo de assegurar que as empresas adotem e exponham padrões comuns de integridade, transparência e responsabilidade.

Neste caso, Zattoni & Judge (2012) definem mecanismos externos como práticas de governo das sociedades que são monitorizadas e controladas por entidades externas – como reguladores, estado, instituições financeiras, com o objetivo de transmitir confiança aos investidores e de defender os interesses dos próprios mercados.

Ambos os autores referidos, apresentam exemplos semelhantes sobre mecanismos internos e externos. De acordo com Zattoni & Judge (2012) existem

---

58 Conjunto de regras informais que diferem de país para país, e regulam comportamentos de um ou mais grupos ou subgrupos (Thomsen & Conyon, 2012);

cinco tipos de mecanismos internos: (i) *board composition*; (ii) *CEO duality*; (iii) *executive compensation*; (iv) *shareholders dispersion*; e (v) *dominant shareholder type*.

Como mecanismos externos, para Adetunji Babatunde & Olaniran (2009), através do seu estudo sobre a *Nigerian Stock Exchange*, consideraram: (i) *legal systems*; (ii) *accounting and auditing standards*; (iii) *labour rules*; e (iv) *listing requirements*.

Este trabalho, devido ao acesso facilitado a informação de caráter público, focar-se-á principalmente nos mecanismos formais e internos apresentados posteriormente.

#### 1.4.1. Estrutura de capital

Propriedade e controlo raramente se encontram separadas nas empresas. Quem controla tem, numa grande parte dos casos, também uma percentagem do capital das empresas que controlam; enquanto que alguns donos, em virtude do número das suas posições no capital das empresas, têm também algum controlo sobre elas (Denis & McConnell, 2003).

Segundo Whinston & Segal (2010)<sup>59</sup>, “a propriedade transmite ao seu detentor, um conjunto de direitos e obrigações relativos a um conjunto de ativos, tais como: (i) direito ao uso; (ii) direito ao lucro; (iii) direito à venda; e (iv) direito ao controlo”.

No entanto, aos proprietários é transmitido o sentido de responsabilidade, quer para os bons desempenhos, como para os maus.

Nos casos das sociedades anónimas do Reino Unido, os acionistas não têm direito a usar os ativos das empresas para o seu uso privado. Neste tipo de empresas, os donos são normalmente livres da responsabilidade de gerir as empresas e não são prejudicados nem têm de responder a dívida contraída

---

59 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

além do investimento nas ações que fizeram inicialmente (Thomsen & Conyon, 2012).

Para Denis & McConnell (2003), o típico problema nas empresas americanas é o facto de existir bastante dispersão de propriedade nas suas estruturas de capital. A conclusão que os autores tiram é que a dispersão de capital por vários acionistas minoritários pode não os incentivar a perder tempo e recursos para monitorizar a gestão.

De acordo com Thomsen & Conyon (2012), existem dois elementos importantes que influenciam a estrutura de capitais das empresas listadas: a concentração de propriedade<sup>60</sup> e a identidade dos proprietários<sup>61</sup>.

A concentração de propriedade é medida pela cotação que o acionista maioritário tem no número total das ações das empresas. Os acionistas maioritários terão assim um maior incentivo a monitorizar os gestores e um maior poder para defender e reforçar os seus interesses (Fama & Jensen, 1983; Thomsen & Conyon, 2012).

Para Thomsen & Conyon (2012), e seguindo a lógica da teoria de agencia, os acionistas e os donos querem que as empresas maximizem os seus lucros. No entanto, as empresas podem ser bastante diversificadas em termos de identidade dos seus proprietários.

Segundo Hansmann (1996)<sup>62</sup> e Thomsen & Pedersen (1998)<sup>63</sup> referem que empresas com vários proprietários podem ter uma relação custo/benefício bastante positiva. Neste caso, os autores dizem que empresas que tenham presentes vários acionistas e *stakeholders* na sua estrutura de capital (p.e. investidores institucionais, bancos, Governo) passam a ter mais custos de transação<sup>64</sup> associados a esses contratos, e assim beneficiar dos serviços de

---

60 Mede o poder dos acionistas na gestão;

61 Tem implicações nos objetivos das empresas e na forma como exercem o seu poder na organização;

62 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

63 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

64 Custos com a terceirização/subcontratação de serviços;

monitorização e aconselhamento que os acionistas vão ser incentivados a prestar.

Contudo, para Thomsen & Pedersen (2000)<sup>65</sup>, as estruturas de capitais podem ser organizadas por diferentes tipos de proprietários:

- ❖ **Investidores:** caracterizados por fazerem pequenos investimentos e por manterem uma relação de distância com as empresas onde investem. Têm como vantagens o fácil acesso a capital, baixa aversão ao risco e horizontes de longo prazo. Têm alguma experiência como donos e os seus desempenhos são medidos pelo sucesso financeiro. No entanto, a sua presença minoritária restringe a sua competência de influenciar a gestão.
- ❖ **Famílias:** associadas ao duplo papel de donos e gestores das empresas. São tipos de proprietários que gostam de manter sempre a maioria das suas empresas, para não correrem o risco de perderem o controlo sobre elas. Assim sendo, as empresas familiares são adversas ao risco e são mais orientadas a racionarem o seu capital (Maug, 1996)<sup>66</sup>.
- ❖ **Bancos:** associados ao modelo alemão, os bancos têm a função de fornecer serviços financeiros às empresas. As empresas que tenham bancos na sua estrutura de capital, podem ter acesso facilitado a informação de capital e outros serviços que os bancos oferecem. No entanto, é também possível que os bancos usem o seu conhecimento de capital e de serviços financeiros para incentivar as empresas a recorrerem a financiamentos e ao mesmo tempo extraírem taxas de juro mais altas (Charkham, 1994)<sup>67</sup>.

---

65 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

66 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

67 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

- ❖ **Empresas:** nestes casos, as empresas que são detidas por outras sociedades, tem como vantagem a internalização de um conjunto de conhecimento específico de negócio. O custo/benefício da verticalização de processos ao longo da cadeia de valor aparentam ser bastante importantes para empresas com alguma complexidade ao nível dos seus ativos (Williamson, 1985)<sup>68</sup>. Este tipo de estrutura faz parte das empresas japonesas, das francesas e das suecas.
- ❖ **Governo:** internaliza a relação entre Estado e a empresa, que pode ou não fazer sentido como sendo uma alternativa institucional de regulamentação. As entidades governamentais podem prestar mais atenção a objetivos políticos, como os preços de produção, a taxa de desemprego ou fatores externos relativos à rentabilidade. Por outro lado, uma entidade do estado tem mais estabilidade financeira, o que oferece vantagens em termos de crédito, liquidez ou de custo de capital às empresas onde investem (Shepherd, 1989; Laffont & Tirole, 1993; Hart et al., 1996)<sup>69</sup>. Governos e as empresas do estado são mais propícias a terem monopólios, o que facilita também o processo de gerar lucros altos.

#### 1.4.2. Conselho de administração

Para o governo das sociedades, o conselho de administração é visto como uma estrutura mediadora entre os acionistas e a comissão executiva de uma determinada organização (Denis & McConnell, 2003; Thomsen & Conyon, 2012).

---

<sup>68</sup> *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

<sup>69</sup> *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

É também considerado um importante mecanismo de controlo interno que auxilia a implementar os princípios básicos de governo das sociedades (Paul et al, 2011<sup>70</sup>; Campbell and Minguez Vera, 2010)<sup>71</sup>.

Segundo Denis & McConnell (2003), o conselho de administração existe fundamentalmente para contratar, despedir, monitorizar e compensar os gestores, tendo sempre em conta a maximização de valor para os acionistas. O conselho de administração é ainda responsável por fixar estratégias e apresentar padrões condutores que garantam o cumprimento das decisões tomadas e a concretização dos objetivos delineados (Davis, 2005).

Contudo, a “maioria dos conselhos de administração sente dificuldades por várias razões. Uma dessas razões, reside no facto dos conselhos não possuírem papeis exatos em muito países, pois na sua maioria têm deveres legais e responsabilidade gerais e indefinidas” (Rodrigues, 2012).

Para um bom funcionamento, as sociedades que se encontram listadas publicamente são obrigadas a ter um regulamento interno onde apresentem as funções e responsabilidades intrínsecas aos seus conselhos de administração.

Como responsabilidades, o conselho de administração deve: (i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; (ii) definir uma estrutura empresarial para o grupo; e (iii) tomar decisões estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais (CMVM, 2013).

No entanto, os membros não-executivos, têm o compromisso de destacar a importância que a qualidade das informações recolhidas têm para a organização, de forma a que, em conselho de administração, sejam tomadas decisões racionais (Nunes, 2006)<sup>72</sup>.

Assim sendo, é frequente que, para uma melhor gestão corporativa, uma grande parte das sociedades cotadas em bolsa criem comités específicos de apoio aos

---

70 *in* (Şener & Karaye, 2014);

71 *in* (Kim et al., 2009);

72 *in* (Rodrigues, 2012);

centros corporativos. Os comités chave<sup>73</sup> são tipicamente formados por um conjunto de três ou mais membros não-executivos independentes, visto que lidam com questões que os membros executivos têm particular interesse (p.e: comité de compensações lida com as remunerações fixas e variáveis a que os membros executivos estão sujeitos) (Thomsen & Conyon, 2012).

No caso das empresas da S&P 500, todos os conselhos de administração apresentam no mínimo três comités de apoio: (i) compensações; (ii) auditoria; e (iii) nomeações.

No entanto, cerca de 71% dos conselhos de administração têm presentes mais que esses três comités exigidos pela NYSE (Block & Gerstner, 2016).

Denis & McConnell (2003) referem alguns autores que avaliaram o impacto de certas características do conselho de administração na eficiência das sociedades.

Hermalin & Weisbach (2003)<sup>74</sup> por exemplo, através de uma evidencia retirada de empresas norte americanas, relacionaram o impacto que os números de diretores externos têm na tomada de decisão estratégica, e concluíram que: (i) elevadas proporções de diretores externos estão relacionados com melhores decisões estratégicas; (ii) a dimensão do conselho de administração tem uma relação negativa com a qualidade da tomada de decisões; e (iii) maus desempenhos, mudanças de CEO e alterações nas estruturas de capital estão associadas a mudanças nos membros integrantes do conselho de administração.

Wymeersch (1998), através de um estudo detalhado sobre as empresas europeias, verificou que em muitos países a maximização da riqueza e dos interesses dos acionistas não é o principal objetivo dos conselhos de administração, sendo os sistemas suíços, ingleses e belgas os que mais se focam no retorno do investimento aos acionistas.

---

73 Comité de auditoria, comité de compensações e o comité de relações externas/governo das sociedades;

74 *in* (Denis & McConnell, 2003);

### 1.4.3. Composição e independência

A composição do conselho de administração é por vezes complexa e tende a ser modelada de acordo com as necessidades de cada centro corporativo.

O conselho de administração é composto por membros executivos, não executivos e, caso exista, o conselho de supervisão não é totalmente independente (Fernandes, 2008).

Segundo Block & Gerstner (2016), no caso das empresas americanas com sistemas *one-tier*, o conselho de administração é composto e dividido da seguinte forma: (i) CEO e a restante comissão executiva; (ii) presidente do conselho de administração (que pode ser o CEO) e os restantes membros independentes.

No entanto, as estruturas corporativas nem sempre foram assim tão complexas. Daves (2006)<sup>75</sup> refere que o conselho administrativo já foi composto apenas por membros não-executivos, mas que o aumento da complexidade nos negócios e a necessidade de tomar decisões mais arriscadas e num curto espaço de tempo, a separação entre gestão e controlo foi um passo importante na administração de empresas.

Contudo, a influencia dos membros não-executivos no conselho de administração é bastante importante.

Um conselho de administração composto por uma maioria de membros não-executivos procura que exista um acompanhamento mais eficaz na gestão das sociedades, construindo assim um mecanismo de monitorização e controlo à comissão executiva que, por consequência, poderá melhorar a tomada de decisão e aumentar o valor da empresa (Rodrigues, 2012).

Finegold et al. (2007)<sup>76</sup> e Kroll et al. (2007)<sup>77</sup>, consideram que os administradores não-executivos exercem um importante controlo sobre a

---

75 in (Rodrigues, 2012);

76 in (Sánchez & Barroso-Castro, 2015);

gestão, ao fornecerem o apoio e aconselhamento necessários à eficiência das boas práticas de governo das sociedades e a influencia necessária à obtenção de recursos importantes para as empresas.

Um pouco por todo mundo, são emitidas diretrizes com recomendações sobre como devem ser compostos os conselhos de administração das empresas.

Nos Estados Unidos, alguns normativos estabelecem que os conselhos de administração devem ser compostos por uma maioria de membros independentes, e que esta independência deve ser comprovada pela inexistência de qualquer relação deste membro com a empresa (Rodrigues, 2012).

Em Portugal, a CMVM (2013) recomenda que as empresas cotadas devem ter um numero adequado de administradores independentes, suficientes para acompanhar e avaliar a gestão exercida pelos membros executivos e assim evitar possíveis conflitos de interesses.

Para Thomsen & Conyon (2012), o fator independência é de longe o aspeto mais abordado quando falamos de composição do conselho de administração.

Existe uma lógica de agência neste fator. Segundo o autor, a independência de membros é maior quanto maior forem os membros executivos presentes no conselho de administração, seguindo a lógica de que têm de existir órgãos corporativos independentes<sup>78</sup> que avaliem e monitorizem os comportamentos dos executivos.

De acordo com Santos (2003), a independência tem sido um fator preponderante para a eficácia do trabalho do conselho de administração.

Block & Gerstner (2016) referem que os administradores independentes têm dois papeis importantes na sociedade: (i) o de desafiar constantemente a estratégia

---

77 *in* (Sánchez & Barroso-Castro, 2015);

78 Não ligados à gestão;

proposta e executada pelos membros executivos; e (ii) o de monitorizar a execução da estratégia de negócio.

Segundo Hallqvist (2000), as características de independência do administrador são:

- ❖ não ter qualquer vínculo com a empresa, além de integrar o conselho de administração ou acionista;
- ❖ não ter sido funcionário da empresa ou de alguma subsidiária;
- ❖ não prestar serviços para a empresa;
- ❖ não ser empregado de alguma entidade que preste serviços para a empresa;
- ❖ não ser parente de algum funcionário da empresa;
- ❖ não receber outra remuneração da empresa, além dos honorários de membro do conselho de administração e eventuais dividendos.

No entanto, o fator independência nem sempre é tão transparente como os normativos recomendam.

Para Thomsen & Conyon (2012), os membros independentes podem cumprir com todos os critérios referidos em cima, mas não serem totalmente independentes no que respeita a outros aspetos. Assim, torna-se necessário distinguir independência formal (expressa nos códigos) e independência substancial. Nos casos de a independência ser substancial, os conselhos de administração devem ter em conta outros tipos de informação, como por exemplo, se o membro tem uma relação de amizade próxima com o CEO.

Embora na teoria se torne fácil de referenciar certas soluções para este problema, é sabido que na prática os conselhos de administração não levam estes critérios de independência tão a fundo.

Contudo, alguns autores foram apresentando através dos seus estudos, algumas características demográficas relativas aos conselhos de administração.

Segundo um estudo realizado pela *Spencer Stuarts Board Index*<sup>79</sup> em 2015, cerca de 84% das empresas listadas no S&P 500 tinham presentes nos seus conselhos de administração cerca de 53% de administradores independentes. Assim sendo, o conselho de administração dessas empresas é composto por uma média de 9 membros independentes e 2 membros não-independentes (Block & Gerstner, 2016).

Os autores Bhagat e Black (1999)<sup>80</sup> sugerem que o conselho de administração deve ter cerca de 3 a 5 administradores independentes, por um total de 11 administradores<sup>81</sup>, e que um número excessivo de membros independentes pode levar a uma redução dos lucros da empresa.

#### 1.4.4. Dimensão

A dimensão da *board of directors*, definida pelo número de diretores presentes, é um importante mecanismo de governo das sociedades que afeta o valor de uma determinada empresa (Şener & Karaye, 2014).

Para Fama & Jensen (1983), a capacidade de monitorizar e de controlar, com eficiência, as atividades da gestão dependem da dimensão do conselho de administração.

A existência de um número exato de membros no conselho de administração tem sido alvo de estudo durante longos anos. Thomsen & Conyon (2012) referem no seu livro que alguns autores têm conseguido provar que *boards of directors* com mais membros são menos eficientes<sup>82</sup>. Segundo os autores, a ideia é que quanto maiores forem as *boards of directors*, os problemas de agência vão também aumentar e as *boards of directors* tornar-se-ão mais simbólicas e menos participativas no processo de tomada de decisão.

---

79 *in* (Block & Gerstner, 2016);

80 *in* (Rodrigues, 2012);

81 Ou seja, cerca de 45% dos membros devem ser independentes (Bhagat e Black, 1999);

82 Por exemplo, *boards of directors* com dimensões maiores são facilmente alvos de free-rider problems que impossibilitam e/ou reduzem a capacidade de haver uma monitorização mais eficaz;

Judge & Zeithaml (1992)<sup>83</sup>, partilham da mesma opinião, e defendem que quanto maior for o número de membros do conselho de administração menor será o envolvimento desse mesmo conselho nas decisões estratégicas das empresas.

Yermack (1996)<sup>84</sup>, tendo como alvo uma amostra de grandes empresas americanas, encontrou uma relação negativa entre o desempenho das empresas e o aumento da dimensão das mesmas.

Hermalin & Weisbach (2003)<sup>85</sup> dizem que não existe qualquer relação entre o desempenho das empresas e a composição do seu conselho de administração, enquanto que a relação entre o desempenho e a dimensão vai sendo cada vez mais negativo à medida que este último vai aumentando.

Eisenberg (1998)<sup>86</sup> aponta duas razões para explicar o porquê da relação negativa entre o desempenho das entidades e o número de membros da *board of directors*: (i) problemas de comunicação, que aumentam quanto maior for a dimensão; e (ii) diminuição do controlo e monitorização da *board of directors* aos membros executivos, que podem conduzir à existência de problemas de agencia ao separar quem gere de quem controla.

Estes estudos sobre a relação entre a dimensão das *boards of directors* e o desempenho acabam por se tornar ambíguos e inconclusivos (Thomsen & Conyon, 2012), e não clarificam um número ótimo de membros que devem estar presentes na *board of directors* para que esta se torne eficiente.

A verdade é que parece não existir uma dimensão ótima. Para Jensen (1993)<sup>87</sup>, há possibilidade de existir um melhor desempenho quando o conselho de administração é menos extenso. Para o autor, se o conselho de administração

---

83 *in* (Rodrigues, 2012);

84 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

85 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

86 *in* (Block & Gerstner, 2016);

87 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

ultrapassar uma dimensão de 7 ou 8 administradores, corre o risco de não serem eficientes.

Lipton & Lorsch (1992)<sup>88</sup> defendem que a dimensão ideal da *board of directors* não deve conter mais de 10 membros (se possível 8 ou 9 no máximo).

Segundo Block & Gerstner (2016), as *boards of directors* americanas<sup>89</sup> apresentam, em média, cerca de 10.8 membros, enquanto que as *boards of directors* germanicas<sup>90</sup> consideram cerca de 23 membros.

Já Rodrigues (2012) refere no seu estudo que alguns “autores defendiam que os conselhos de administração de pequena dimensão têm muitas vantagens, entre as quais uma menor probabilidade de desentendimento, de falta de coesão e de desmotivação individual”.

Contudo, é importante salientar que *boards of directors* com mais representantes apresentarão mais diretores independentes que, por si só, serão mais adversos ao risco quando a sua participação financeira não é tão relevante no sucesso da empresa, mas tomarão decisões substancialmente arriscadas quando a reputação das entidades está prestes a falhar (Eisenberg, 1998<sup>91</sup>).

#### 1.4.5. Dualidade do CEO

O termo dualidade é evidenciado quando existe uma acumulação de funções entre o presidente do conselho executivo e o presidente do conselho de administração. A separação das posições entre conselho de administração e comissão executiva é vista como uma peça importante para garantir boas práticas de governo das sociedades (Broye, François, & Moulin, 2017).

Um estudo apresentado pelo *Financial Times* a 14 de março de 2011, refere que nos Estados Unidos, a percentagem de empresas que apresentavam

---

88 *in* (Block & Gerstner, 2016);

89 Modelo anglo-saxónico;

90 Modelo dualista;

91 *in* (Block & Gerstner, 2016);

membros com uma dualidade de funções executivas e não-executivas haviam caído 11 pontos percentuais em 5 anos, tendo sido registado uma porção de 60% de empresas em 2010.

Já em 2015, um estudo da *Spencer Stuart Board Index* refere que cerca de 50% das empresas americanas apresentam uma dualidade de funções do CEO/*Chairman*, enquanto que as restantes 50% separam essas duas funções através de dois membros diferentes (Block & Gerstner, 2016).

No governo das sociedades existem duas perspetivas diferentes sobre a dualidade do CEO: (i) segundo a teoria de agência, a separação das duas posições é importante para destacar o fator de independência no conselho de administração e a sua eficiente atuação; e (ii) em contraste, segundo a teoria da administração, as empresas com dualidade de funções operam de forma mais eficiente em matérias estratégicas que requerem melhor coordenação e comando (Fama, 1980; Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997)<sup>92</sup>.

No ponto de vista da teoria de agência, a dualidade de funções não faz muito sentido pois permite que o agente controle e monitorize as suas próprias decisões e comportamentos (Thomsen & Conyon, 2012). Os autores referem ainda que a concentração de poder pode facilitar a rapidez e a eficiência da tomada de decisão (teoria de administração).

Para Tang (2017), as duas perspetivas sobre a dualidade do CEO dependem de duas variáveis: custos de agência (teoria de agência) e benefícios de gestão (teoria de administração), onde o resultado final da concentração de poder numa só pessoa vai depender não só do equilíbrio custo/benefício, mas também de um conjunto de outros fatores influenciadores na tomada de decisão (conselho de administração, organização, mercado).

Segundo Kim, Al-Shammari e Kim, & Lee (2009), a dualidade do CEO pode criar um contexto estrutural, favorável a desenvolver comportamentos egoístas

---

<sup>92</sup> *in* (Tang, 2017);

e oportunistas na gestão da estratégia corporativa. Neste contexto estrutural, o CEO ao ter poder absoluto tanto na comissão executiva como no conselho de administração, pode tomar decisões menos favoráveis para a empresa, enviesando assim a estratégia inicialmente delineada e os resultados esperados por todos os *shareholders* (Boyd et al., 2005)<sup>93</sup>.

Outro problema que a dualidade do CEO pode originar é a um aumento da assimetria de informação, devido ao facto de o CEO ter um conhecimento sobre a indústria e as condições internas da empresa superior ao dos outros membros corporativos (Eisenhardt, 1989)<sup>94</sup>

Contudo, os efeitos da dualidade podem não ser sistematicamente negativos (ou positivos).

Os CEO com bons desempenhos podem ganhar mais facilmente a confiança dos membros não executivos e acumularem assim a função de *Chairman* (Adams et al., 2010)<sup>95</sup>. No entanto, é importante referir que é mais difícil substituir um CEO onde exista uma acumulação de funções de presidência (Thomsen & Conyon, 2012).

#### 1.4.6. Diversidade

O problema de diversidade tornou-se um tópico bastante importante no estudo do governo das sociedades.

Segundo Frijns, Dodd, & Cimerova (2016), vários estudos têm dado ênfase à relação entre mecanismos internos de governo das sociedades e a alguns aspetos de diversidade, tais como: etnia, género, educação, independência, experiência e vivências.

Centros corporativos diversificados possuem uma variedade considerável de conhecimentos e competências, e com isso produzem uma melhor compreensão

---

93 *in* (Kim et al., 2009);

94 *in* (Kim et al., 2009);

95 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

sobre os fatores que afetam o negócio<sup>96</sup>, resultando assim em melhores desempenhos organizacionais (Thomsen & Conyon, 2012).

Para Kang et al. (2007), a diversidade nas organizações pode ser considerada através de duas formas: diversidade observável (raça, etnia, género, idade) e diversidade não observável (experiência, educação, competências funcionais e ocupacionais, posição hierárquica)<sup>97</sup>.

Bernile, Bhagwat, & Yonker (2018), através do seu estudo, identificam que as empresas com maior diversidade de competências no seio corporativo tendem a adotar políticas que são mais estáveis e persistentes, o que origina a tomadas de decisão menos arriscadas e, por consequência, a uma redução da volatilidade do valor da ação assim como do seu potencial retorno.

Embora sejam referenciados vários tipos de diversidade e como estes afetam as estruturas formais das empresas. Por exemplo, nos Estados Unidos, a SEC<sup>98</sup> obriga as empresas a disponibilizar e tornar publico como consideram a diversidade no processo de nomeação dos diretores e membros do conselho de administração (Thomsen & Conyon, 2012).

Em termos de diversidade de género, o debate sobre as mulheres estarem presentes no centro corporativo é global e tem vindo a intensificar-se cada vez mais (Daily et al, 1999)<sup>99</sup>.

Para Şener & Karaye (2014), a diversidade de género, além de ser capaz de gerar vantagem competitiva, é um dos aspetos mais importantes<sup>100</sup> a ter em conta nas organizações.

Num estudo efetuado por Chen, Eshleman, & Soileau (2016), em 1995 cerca de 9.6% dos membros corporativos das empresas cotadas na *Fortune 500* eram

---

96 Mercados, clientes, funcionários, oportunidades de negócios;

97 in (Şener & Karaye, 2014);

98 US Securities and Exchange Commission;

99 in (Şener & Karaye, 2014);

100 Importantes ao nível funcional, de gestão e de administração;

do género feminino, em 2003 a representação feminina viria a subir para 13.6%, em 2005 para 14.7%, em 2010 para 15.7% e em 2011 fixar-se-ia nos 16.1%.

Na Europa, em 2010, um relatório do *World Economic Forum* constata que cerca de 12% dos CEO's das empresas turcas são mulheres, tornando-se assim, nesse ano, o segundo país da OCDE com mais mulheres presentes nos centros corporativos.

Segundo Şener & Karaye (2014), no ano de 2012 eram 11.5% as mulheres que integravam o conselho de administração nas empresas cotadas na Turquia, tendo essa mesma representação aumentado para 11.7% no ano de 2013.

Através de um estudo, Luckerath-Rovers & Woods (2011)<sup>101</sup> e Shehata (2013)<sup>102</sup> identificaram potenciais razões para a presença do género feminino no seio corporativo. Primeiro, os autores referem que tendo mulheres como membros independentes, elas não farão parte de grupos de membros mais antigos, o que de certa forma não originara uma conformidade de ideias, o que pode assim aumentar o desempenho e o valor de negócio; Segundo, para os autores, membros do género feminino têm mais sensibilidade em identificar oportunidades de negócios e em perceber as necessidades e comportamentos dos seus clientes.

De acordo com Croson & Buchan (1999)<sup>103</sup> o género masculino e feminino difere em termos comportamentais. Para o autor, o género feminino é mais confiável e colaborativo que o masculino, e isso é um fator que pode melhorar a dinâmica no conselho de administração.

Ao contrário do género masculino, o feminino é menos competitivo (Niederle & Vesterlund, 2007)<sup>104</sup>. Na tomada de decisão, o género feminino é mais adverso ao risco, tentam evitar excessos de confiança (Byrnes et al, 1999;

---

101 *in* Ahmadi, Nakaa, & Bouri, 2018);

102 *in* Ahmadi, Nakaa, & Bouri, 2018);

103 *in* Şener & Karaye, 2014);

104 *in* (Chen et al., 2016);

Barber and Odean, 2001)<sup>105</sup>. Para Dang et al (2012)<sup>106</sup> o género feminino pode acrescentar uma visão mais contraditória sobre determinadas decisões, novos conhecimentos, diferentes perspectivas e mais soluções para resolver problemas.

Segundo Chen et al. (2016), membros corporativos do género feminino ajudam a reduzir problemas de controlo interno.

Numa perspectiva cultural, Frijns et al. (2016), consideram relevante que a integração de membros culturalmente diferentes nos centros corporativos promove o conhecimento e a experiência que as empresas necessitam para tomar certas decisões em determinados mercados.

No entanto, este tipo de diversidade pode também criar um impacto negativo nas sociedades caso o setor de negócios, os mercados ou até mesmo a própria empresa, sejam demasiado complexos.

Numa perspectiva geral, alguns autores foram apontando vantagens e desvantagens relativas à heterogeneidade dos membros corporativos. Segundo Maznevski (1994)<sup>107</sup>, as vantagens existem quando uma pessoa ou um grupo de pessoas são fontes de informação valiosas devido às suas diferentes características (idioma, cultura, comunicação, costumes e rituais).

Autores como Bernardi et al. (2002)<sup>108</sup>, Carter et al. (2003)<sup>109</sup> e Thomsen & Conyon (2012) enumeram algumas vantagens como: (i) maior diversidade de opiniões, reduzindo assim o problema de conformidade de ideias dos grupos homogéneos; (ii) influencia na tomada de decisão e nos estilos de liderança corporativa, melhorando a qualidade de debate nas reuniões através de diferentes perspectivas e pontos de vista; (iii) menores níveis de conflitos de interesse.

---

105 *in* (Şener & Karaye, 2014)

106 *in* (Şener & Karaye, 2014);

107 *in* (Frijns et al., 2016);

108 *in* (Ahmadi et al., 2018);

109 *in* (Ahmadi et al., 2018);

Como desvantagens, Anderson et al. (2011)<sup>110</sup> e Doney et al. (1998)<sup>111</sup> referem: (i) maior dificuldade de coordenação; (ii) comunicação mais lenta e confusa; (iv) pode conduzir a baixos níveis de confiança intragrupo.

## 1.5. Síntese da revisão da literatura

Ao longo deste trabalho, foi dada importância à explicação, através de diferentes perspectivas, dos desafios que vão ser estudados ao longo dos próximos capítulos.

Com vista a dar resposta às questões de investigação, foram sendo abordadas teorias e definições sobre o governo das sociedades, em várias perspectivas. Por fim, foram apresentados mecanismos internos que são considerados, quer por entidades reguladoras como por alguns autores, importantes para a redução de conflitos de interesses e para boas práticas de governo das sociedades das empresas listadas publicamente.

Assim, de seguida são estruturadas tabelas com uma síntese da literatura que foi abordada ao longo deste capítulo, assim como as referências bibliográficas correspondentes.

<b>Principais teorias sobre governo das sociedades</b>	<b>Referências bibliográficas</b>
Teoria do problema de informação	(Thomsen & Conyon, 2012); (Holmstrom, 1979);
Teoria da agência	(Almeida et al., 2002); (Thomsen & Conyon, 2012); (Campos, 2015); (Jensen & Meckling, 2012); (Fama & Jensen, 1983);

---

110 *in* (Frijns et al., 2016);

111 *in* (Frijns et al., 2016);

Teoria da administração	(Thomsen & Conyon, 2012); (Donaldson (1990); Donaldson & Davis (1991), <i>in</i> (Thomsen & Conyon, 2012); (Westphal (1999) <i>in</i> (Thomsen & Conyon, 2012);
Teoria da dependência de recursos	(Pfeffer & Salancik (1978); Stearns & Mizruchi (1993), <i>in</i> (Thomsen & Conyon, 2012); (Thomsen & Conyon, 2012); (Adams et al. (2010) <i>in</i> (Thomsen & Conyon, 2012);
Teoria institucional	(Meyer (1977); Zucker (1987), <i>in</i> (DiMaggio & Powell, 1983); (DiMaggio & Powell, 1983); (Thomsen & Conyon, 2012); (Meyer (1979); Fennell (1980); Hawley (1968), <i>in</i> (DiMaggio & Powell, 1983);

**Tabela 2:** Referências bibliográficas sobre as principais teorias de governo das sociedades;

**Fonte:** elaboração própria;

<b>Modelos de governo das sociedades</b>	<b>Referências Bibliográficas</b>
Sistemas internacionais	(Thomsen & Conyon, 2012); (Aguilera & Jackson, 2010); (Barca & Becht, 2001); (Bebchuk & Roe, 1999); (Hilary Hoynes, 2005);
<i>Unitary board systems</i>	(Block & Gerstner, 2016); (Thomsen & Conyon, 2012); (Hilary Hoynes, 2005); (Jungmann, 2006);
<i>Two-tier board systems</i>	(Thomsen & Conyon, 2012); (Block & Gerstner, 2016); (Hilary Hoynes, 2005);
Sistemas Portugueses	(Silva et al., 2006); (Matias, 2016); (Silva et al., 2006); (CMVM, 2013); (Rodrigues, 2012); (Heidrick & Struggles, 2003, <i>in</i> (Rodrigues, 2012)); (Tierno, 2014, <i>in</i> (Matias, 2016));

Modelo monista/latino	(Batista & Farinha, 2009); (Silva et al., 2006); (Ribeiro, 2014);
Modelo anglo-saxónico	(Batista & Farinha, 2009); (Ribeiro, 2014);
Modelo dualista	(Batista & Farinha, 2009); (Ribeiro, 2014);

**Tabela 3:** Referências bibliográficas sobre os modelos de governo das sociedades

Fonte: elaboração própria;

<b>Mecanismos de governo das sociedades</b>	<b>Referências bibliográficas</b>
Estrutura de Capital	Whinston & Segal (2010) <i>in</i> (Thomsen & Conyon, 2012)); (Denis & McConnell, 2003); (Fama & Jensen, 1983); (Hansmann (1996); Thomsen & Pedersen (1998); Thomsen & Pedersen (2000); Maug, (1996); Charkham (1994); Williamson (1985); Shepherd (1989); Laffont & Tirole (1993); Hart et al. (1996) <i>in</i> Thomsen & Conyon, 2012)); Thomsen & Conyon, 2012);
Conselho de Administração	(Denis & McConnell, 2003); (Thomsen & Conyon, 2012); (Paul et al (2011) <i>in</i> (Şener & Karaye, 2014)); (Campbell and Minguez Vera (2010) <i>in</i> (Kim et al., 2009)); (Davis, 2005); (CMVM, 2013); (Rodrigues, 2012); (Nunes (2006) <i>in</i> (Rodrigues, 2012)); (Block & Gerstner, 2016); (Hermalin & Weisbach (2003), <i>in</i> (Denis & McConnell, 2003)); (Wymeersch, 1998);
Composição e independência	(Fernandes 2008); (Block & Gerstner, 2016); (Daves (2006) <i>in</i> (Rodrigues, 2012)); (Finegold et al. (2007); Kroll et al. (2007), <i>in</i> (Sánchez & Barroso-Castro, 2015)); (Thomsen & Conyon, 2012); (CMVM, 2013); (Rodrigues, 2012); (Bhagat e Black (1999) <i>in</i> (Rodrigues, 2012));

	(Block & Gerstner, 2016); (Hallqvist, 2000); (Santos, 2003);
Dimensão	(Şener & Karaye, 2014); (Fama & Jensen, 1983); (Thomsen & Conyon, 2012); (Judge & Zeithaml (1992), <i>in</i> (Rodrigues, 2012)); (Yermack (1996); Hermalin & Weisbach (2003); Jensen (1993), <i>in</i> (Thomsen & Conyon, 2012)); Eisenberg (1998); Lipton & Lorsch (1992), <i>in</i> (Block & Gerstner, 2016)); (Rodrigues, 2012);
Dualidade do CEO	(Broye et al., 2017); (Block & Gerstner, 2016); (Fama (1980); Davis, Schoorman, & Donaldson (1997), <i>in</i> Tang, 2017); (Thomsen & Conyon, 2012);
Diversidade	(Frijns et al., 2016); (Thomsen & Conyon, 2012); (Kang et al., 2007); (Bernile et al., 2018); (Daily et al (1999); Croson & Buchan (1999); Byrnes et al (1999); Barber and Odean, (2001); Dang et al (2012), <i>in</i> Şener & Karaye, 2014); (Şener & Karaye, 2014); (Chen et al., 2016); (Luckerath-Rovers & Woods (2011); Shehata, (2013), <i>in</i> Ahmadi, Nakaa, & Bouri, 2018); (Niederle & Vesterlund (2007), <i>in</i> Chen et al., 2016); (Chen et al., 2016); (Maznevski (1994); Anderson et al. (2011); Doney et al. (1998), <i>in</i> Frijns et al., 2016); (Bernardi et al. (2002); Carter et al. (2003), <i>in</i> Ahmadi et al., 2018);

**Tabela 4:** Referências bibliográficas sobre os mecanismos de governo das sociedades;

**Fonte:** elaboração própria;

# Capítulo 2

## Metodologia de investigação

Nesta secção apresentar-se-ão as componentes relativas à metodologia de investigação usada ao longo deste estudo, encontrando-se organizada da seguinte forma: descrição dos objetivos de estudo, propósito e relevância de investigação, caracterização do estudo, identificação e caracterização da amostra, o instrumento de recolha de dados e, por fim, o procedimento de análise dos dados.

### 2.1. Objetivos de investigação

No desenvolvimento da presente investigação pretende-se entender como é que as 18 empresas portuguesas presentes no PSI-20 se apresentaram, à data de 31 de dezembro de 2017, em matérias e políticas de governo das sociedades.

A seleção destas 18 empresas justifica-se pelo facto de serem empresas cotadas em bolsa, o que, para além de serem obrigadas a cumprir com um determinado número de requisitos, estão ainda suscetíveis de adotar medidas recomendadas pela CMVM, que permitam transparecer toda a informação publicamente e com a qualidade desejada, quer para os acionistas como para todas as entidades reguladoras em Portugal.

Este estudo visa essencialmente verificar, através de métodos descritivos, se alguns mecanismos formais e de carácter interno das empresas portuguesas, são aplicados de maneira a prevenir os principais problemas de governo das sociedades. Assim sendo, vai ser dado especial ênfase à (i) estrutura de capital; (ii) modelos de governo das sociedades; e (iii) conselho de administração.

O objetivo deste estudo passa ainda por certificar se as práticas de governo das sociedades portuguesas vão de encontro a algumas referências

internacionais, de forma a perceber se existe ou não semelhanças entre Portugal e outros países.

Tendo em conta a escassez de estudos sobre o governo das sociedades no contexto português, pretende-se apresentar um conjunto de sugestões futuras, cujo objetivo será orientar e motivar possíveis investigadores a darem continuidade a este tema.

## 2.2. Problematização de investigação

Tendo em conta o que foi descrito anteriormente, este estudo pretende responder às seguintes questões:

- ❖ Como são organizados os centros corporativos dos grupos empresariais do PSI-20 no que concerne ao governo das sociedades?
- ❖ Como se pode comparar a realidade portuguesa com a realidade descrita na literatura sobre outros países?

Face aos escândalos financeiros que se presenciou nas últimas décadas, a temática de governo das sociedades tem vindo a ter especial destaque na estrutura formal das organizações em todo o mundo.

O governo das sociedades tem como objetivo assegurar as boas tomadas de decisão – contratar os melhores gestores, motivá-los através de um bom e justo sistema de compensações, dar-lhes liberdade suficiente para gerir os negócios – mas também é importante para garantir que um sistema seja eficiente ao monitorizar e prevenir alguns abusos de poder (Thomsen & Conyon, 2012).

Assim sendo, é crucial que as empresas adotem alguns mecanismos de controlo no seio corporativo de forma a: (i) transmitir transparência e segurança para os mercados de capitais; (ii) evitar possíveis comportamentos de agência por parte dos administradores; (iii) manter a sustentabilidade do negócio no curto e no longo-prazo; e (iv) prevenir atitudes e comportamentos imperialistas por parte de quem detém percentagem maioritária de capital.

Na revisão de literatura destacaram-se os autores Thomsen & Conyon (2012), que desenvolveram ao longo do seu livro estudos relevantes sobre os mecanismos e sistemas de governo das sociedades, através de vários exemplos internacionais.

Face à relevância do tema e à escassez de estudos sobre a realidade portuguesa, decidiu-se analisar, tendo por base o livro de Thomsen & Conyon (2012), alguns mecanismos internos que os autores consideram a base para o bom funcionamento das práticas de governo das sociedades.

O facto de existirem estudos sobre sistemas internacionais de governo das sociedades, onde os autores sistematizam um conjunto de características de seis países diferentes, e Portugal não ser alvo dessa pequena representação, é uma das motivações nucleares deste estudo.

Procura-se então, para além do estudo descritivo, verificar onde as características das empresas publicamente listadas melhor se enquadram, e acrescentar à literatura já desenvolvida a possível caracterização do contexto português.

### 2.3. Caracterização do estudo

No presente ponto pretende-se descrever o estudo e o conjunto de procedimentos utilizados no tratamento e na formulação de resultados. Para isso vai ser utilizado um método de pesquisa que seja capaz de explorar a especificidade das questões de investigação (Williams, 2007).

Para Leedy & Ormrod (2001)<sup>112</sup> e Williams (2007), “pesquisa é o processo de recolha, análise e interpretação de um conjunto de informação com o objetivo de perceber um determinado fenómeno”.

O processo de pesquisa é sistemático e realizado de acordo com: definição dos objetivos, gestão dos dados, e comunicação dos resultados (Williams, 2007).

---

112 in (Williams, 2007);

Quanto à investigação propriamente dita, existem 3 maneiras de realizar um estudo: métodos quantitativos, métodos qualitativos e uma mistura dos dois (Williams, 2007).

Este estudo conjuga uma parte de investigação qualitativa e outra parte de investigação quantitativa. Ou seja, no fundo, foi realizada uma análise de conteúdo<sup>113</sup> que se pode dividir em duas fases distintas.

Primeiramente, procedeu-se à recolha de dados qualitativos<sup>114</sup> através de uma pesquisa documental<sup>115</sup>, ou seja, foram recolhidos relatórios e contas que fazem parte da realidade empresarial portuguesa relativa a 2017.

Numa segunda fase, a informação relevante foi operacionalizada/codificada em variáveis quantitativas passando, por fim, à respetiva análise quantitativa (ex.: através de estatísticas e gráficos) (Saunders, Lewis, & Thornill, 2009b; Williams, 2007).

A este nível importa referir que os dados foram analisados com base no software *IBM SPSS Statistics*.

Em geral, este é um estudo descritivo ao recolher e retratar um conjunto de características presentes num determinado grupo de empresas (Saunders et al., 2009b).

Por fim, tendo em conta que os registos documentais eram relativos ao ano civil de 2017, este estudo pode ser caracterizado como *cross-sectional*<sup>116</sup>.

---

113 Segundo Leedy & Ormrod, (2001), uma análise de conteúdo consiste numa “análise detalhada e sistemática de informação de um conjunto particular de documentos, com o propósito de identificar padrões, tópicos ou enviesamentos” *in* (Williams, 2007);

114 “Dados qualitativos refere-se a todos os dados não numéricos ou dados que não foram quantificados” (Saunders et al., 2009a);

115 A pesquisa documental baseia-se em documentos enquanto fonte principal de dados (Saunders et al., 2009b);

116 Consiste no “estudo de um fenómeno em particular num determinado momento”, não existindo qualquer análise da evolução das variáveis ao longo do tempo (Saunders et al., 2009b);

## 2.4. Identificação e caracterização da amostra

A presente investigação baseia-se na seguinte população: entidades cotadas e listadas à negociação no mercado regulamentado Português (*Euronext Lisbon*).

No entanto, devido a restrições temporais e à impossibilidade de analisar a totalidade da população acima referida, é fundamental constituir uma amostra (Saunders, Lewis, & Thornill, 2009c). Como tal, utilizou-se uma amostragem não probabilística<sup>117</sup>, em concreto, uma amostra intencional<sup>118</sup>: PSI-20.

A escolha deste tipo de amostra teve por base a procura por um conjunto de critérios particularmente informativos e relevantes (Saunders et al., 2009c), nomeadamente: (i) a notoriedade e a influência que todas têm na bolsa portuguesa; (ii) a qualidade e acessibilidade da informação disponibilizada através dos relatórios de governo das sociedades; e (iii) a necessidade de atualizar um estudo sobre o índice PSI-20.

De modo a cumprir todos os critérios acima mencionados optou-se por utilizar o índice PSI-20, composto por 18 entidades que, à data de 31 de dezembro de 2017, integravam o índice português com maior capitalização bolsista (PSI-20).

Na base da escolha destes critérios está o conceito governo das sociedades e centros corporativos que, de certa forma, se encontram interligados. Em relação aos centros corporativos, é visto como uma estrutura, o “cérebro” de uma organização; enquanto que o governo das sociedades são um conjunto de práticas que ajudam a organizar toda essa estrutura.

Assim sendo, de seguida é realizada uma breve apresentação do PSI-20 e das empresas presentes nesse índice, de forma a contextualizar e a facilitar toda a informação que vai ser estudada posteriormente.

---

117 Aqui, “a probabilidade de cada caso ser selecionado da população total não é conhecida e é impossível responder às questões de investigação (...) que exigem a realização de inferências estatísticas sobre as características da população” (Saunders et al., 2009b);

118 Este tipo de amostra “permite usar o julgamento próprio para selecionar os casos que melhor permitem responder às questões de investigação e ir de encontro aos objetivos” (Saunders et al., 2009c);

## Índice PSI-20

*Portuguese Stock Index 20* (PSI-20), é o principal índice de referência do mercado bolsista português, que junta as maiores empresas também cotadas na *Euronext Lisbon*. Por norma, este índice é composto pelas empresas com maior capitalização de mercado e volume de negócios das ações no PSI-Geral (mercado de ações geral da Bolsa de Lisboa).

O índice PSI-20 foi lançado com o propósito de atuar, principalmente, como uma referência para o mercado bolsista nacional, mas também como base para contratos de futuros e opções. O PSI-20 faz ainda parte dos principais índices do grupo pan-europeu *Euronext*, ao lado de índices como BEL-20 (Bélgica), CAC-40 (França) e AEX (Holanda).

As empresas que integram o PSI-20 são ajustadas através de uma capitalização de mercado *free float*<sup>119</sup>, e têm de cumprir com os seguintes requisitos:

- ❖ O valor do *free float* (% de ações disponíveis para negociação) não pode ser inferior a 15%;
- ❖ O valor da capitalização bolsista<sup>120</sup> tem de ser superior a 100 milhões de euros;
- ❖ As ações de uma empresa devem ter um *free float velocity*<sup>121</sup> de 25% no mínimo;
- ❖ O peso máximo que cada empresa pode ter na revisão anual do índice é de 12%;

No entanto, o critério de dimensão mínimo de 20 empresas que cumpram os requisitos anteriormente referidos podem ser alterados. Se necessário, para

---

119 Número de ações que uma empresa disponibiliza para a negociação num determinado mercado de capitais;

120 Valor atual de mercado de uma determinada empresa, tendo em conta o número de ações e o preço unitário de cada uma;

121 Consiste na liquidez resultante do quociente entre o número de ações negociado e o número de ações efetivamente dispersas no mercado;

cumprir este número mínimo, poderão ser incluídas empresas com uma capitalização bolsista dispersa inferior a 100 milhões de euros.

Com a saída do Banco Espírito Santo, bem como a aquisição e reestruturação da Portugal Telecom, o PSI-20 passou a ter 18 empresas, ao invés das 20 como era suposto.

No ano de 2017, o PSI-20 considerava as seguintes empresas:

<b>Empresas</b>	<b>Setor de atividade</b>
Altri SGPS	Industrial e de Transformação
Millenium BCP	Financeiro
Corticeira Amorim SGPS	Industrial e de Transformação
CTT	Logística e de Transporte
EDP	Energia
EDP Renováveis	Energia
Galp SGPS	Industrial e de Transformação
Ibersol SGPS	Restauração
Jerónimo Martins SGPS	Retalho Alimentar
Mota Engil SGPS	Construção e Materiais
NOS SGPS	Telecomunicações
Pharol SGPS	Holding Gestora de Negócios Relacionados
REN SGPS	Energia
SAG Gest SGPS	Retalho Automóvel
Semapa SGPS	Industrial e de Transformação
Sonae SGPS	Holding Gestora de Negócios Diversificados

Sonae Capital SGPS	Holding Gestora de Negócios Diversificados
The Navigator	Industrial e de Transformação

**Tabela 5:** Empresas integrantes do índice PSI-20 à data de 31 de dezembro de 2017;

Fonte: *Euronext*;

### Apresentação das empresas selecionadas

#### Altri

Empresa de referência mundial na produção de pasta de eucalipto e na gestão florestal. Atualmente tem 3 fábricas de pasta de eucalipto branqueado – a Celbi, a Caima e a Celtejo<sup>122</sup>.

#### Millenium BCP

Maior banco privado português, oferecendo uma ampla gama de produtos e serviços bancários e financeiros (contas à ordem, produtos de poupança e investimento, *private banking*, gestão de ativos, entre outros). Opera sob as marcas Millenium BCP e ActivoBank<sup>123</sup>.

#### Corticeira Amorim

Holding portuguesa que se dedica à transformação de produtos de cortiça (líder mundial). Está organizada em cinco unidades de negócios: rolhas, matérias-primas, revestimentos, aglomerados compósitos e isolamentos<sup>124</sup>.

#### CTI

Empresa portuguesa de prestação de serviço público de correio e transportes logísticos. Atualmente, diversificou o negócio para os serviços bancários. Fazem

---

122 Altri SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [http://www.altri.pt/media/Files/A/Altri-V2/reports/portuguese/2017/Altri\\_2017\\_AGM\\_PT.pdf](http://www.altri.pt/media/Files/A/Altri-V2/reports/portuguese/2017/Altri_2017_AGM_PT.pdf);

123 Millenium BCP, 2017. Relatório do Governo Societário a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://ind.millenniumbcp.pt/relcontas/2017/files/RCBCP2017\\_8.pt.pdf](https://ind.millenniumbcp.pt/relcontas/2017/files/RCBCP2017_8.pt.pdf);

124 Corticeira Amorim SGPS, 2017. Relatório Anual Consolidado a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://www.amorim.com/files/Investidores/5\\_Relatorio\\_e\\_Contas/RelatorioAnualConsolidado.pdf](https://www.amorim.com/files/Investidores/5_Relatorio_e_Contas/RelatorioAnualConsolidado.pdf);

parte do grupo as seguintes subsidiárias: CTT correios, expresso e encomendas e CTT banco<sup>125</sup>.

### EDP

Grupo EDP é produtor, distribuidor e comercializador de eletricidade e gás. Tem uma forte presença mundial, conta com cerca de 12 mil colaboradores em todo o mundo, e as suas unidades de negócio são: EDP Comercial, EDP – gestão e produção de energia, EDP Internacional, EDP Distribuição, EDP Espanha, EDP Brasil e EDP Renováveis<sup>126</sup>.

### EDP Renováveis

Empresa espanhola subsidiária do grupo EDP, é a terceira maior empresa mundial no setor das energias renováveis, e a segunda maior produtora de energia eólica no mundo. Opera em vários países europeus através da subsidiária EDP-R Europe e nos Estados Unidos através da EDP-R North America<sup>127</sup>.

### Galp

Grupo português, detentor da Petrogal e da Gás de Portugal, que estende as suas atividades para a exploração, produção e refinação de petróleo e gás natural, assim como para a sua distribuição e comercialização. Está entre as maiores empresas portuguesas, controlando cerca de 50% do comércio de combustíveis no país<sup>128</sup>.

---

125 CTT, 2017. Relatório do Governo Societário a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://www.ctt.pt/contentAsset/raw-data/530955b3-782f-452e-8f4a-edce2bb1b3d6/ficheiro/3e9ac1d0-199e-4005-9f49-84c830bf70d5/export/Parte%20III\\_CTT\\_R%20C2017\\_RelatorioGovernoSocietario.pdf](https://www.ctt.pt/contentAsset/raw-data/530955b3-782f-452e-8f4a-edce2bb1b3d6/ficheiro/3e9ac1d0-199e-4005-9f49-84c830bf70d5/export/Parte%20III_CTT_R%20C2017_RelatorioGovernoSocietario.pdf);

126 EDP, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://www.edp.com/sites/default/files/portal.com/rc\\_edp\\_2017\\_com\\_extracto\\_acta.pdf](https://www.edp.com/sites/default/files/portal.com/rc_edp_2017_com_extracto_acta.pdf);

127 EDP Renováveis, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://www.edpr.com/sites/default/files/portal.edpr/documents/edpr\\_relatorio\\_e\\_contas\\_2017.pdf](https://www.edpr.com/sites/default/files/portal.edpr/documents/edpr_relatorio_e_contas_2017.pdf);

128 Galp SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://www.galp.com/corp/Portals/0/Recursos/Investidores/SharedResources/Relatorios/PT/Relatorio\\_e\\_Contas\\_Galp\\_2017\\_1.pdf](https://www.galp.com/corp/Portals/0/Recursos/Investidores/SharedResources/Relatorios/PT/Relatorio_e_Contas_Galp_2017_1.pdf);

### Ibersol

Grupo multimarca que opera no setor da alimentação organizada. Com unidades operacionais em Portugal, Espanha, Itália e Angola, este grupo oferece um conjunto de serviços de restauração através de marcas como: Burger King, Pizza Hut, Pasta Caffé, entre outras consideradas no seu portfólio<sup>129</sup>.

### Jerónimo Martins

Grupo português que atua essencialmente no retalho especializado e distribuição alimentar. Para além de Portugal, onde é líder na distribuição alimentar, encontra-se presente na Polónia e na Colômbia. Nos últimos 3 anos, o grupo tem realizado os primeiros investimentos na área agroalimentar<sup>130</sup>.

### Mota Engil

A Mota Engil apresenta-se no mercado através de três grandes áreas de negócios: Engenharia e construção (líder em Portugal), ambiente e serviços e concessões de transporte. Marca presença em 22 países através das seguintes subsidiárias: Mota-Engil Africa, Mota-Engil América Latina, Mota-Engil Europa, Mota-Engil Ambiente e Serviços e Mota-Engil Capital<sup>131</sup>.

### NOS

Grupo que atua no setor das telecomunicações e entretenimento, resultado da fusão entre a Zon multimédia e a Optimus Telecomunicações. Cobre atualmente cerca de 98% da área territorial do país. Empresa detida pela Sonae SGPS, em cerca de 23%<sup>132</sup>.

---

129 Ibersol SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [http://www.ibersol.pt/investidores/relatorio-contas/2017/RC\\_2017\\_PT/index.html](http://www.ibersol.pt/investidores/relatorio-contas/2017/RC_2017_PT/index.html);

130 Jerónimo Martins SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em <https://www.jeronimomartins.com/wp-content/2017/Relatorio-Contas-Jeronimo-Martins-2017.pdf>;

131 Mota Engil SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em <http://www.mota-engil.pt/Investidores/Informacoes-Financeiras>;

132 NOS SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/Documents/Relatorio%20e%20Contas%202017/RC17\\_PT.pdf](http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/Documents/Relatorio%20e%20Contas%202017/RC17_PT.pdf);

### Pharol

Holding gestora de participações de empresas que operam nos setores das telecomunicações. Detentora majoritária da Oi e da Bartel, a Pharol é o resultado da divisão do grupo Portugal Telecom, SGPS na PT Portugal SGPS e na PT SGPS (holding financeira). Em 2015, os acionistas da PT SGPS decidem alterar a denominação para Pharol, SGPS<sup>133</sup>.

### REN

Empresa pública responsável pela gestão nacional de transporte de eletricidade e gás natural. Tem como missão garantir o fornecimento de eletricidade e gás natural ao menor custo através de níveis ótimos de qualidade e segurança<sup>134</sup>.

### SAG Gest

Grupo empresarial que atua no setor de retalho automóvel. Inicialmente começaram como importadores e representantes de algumas marcas, sendo que em 1987 adquiriram a Volkswagen Portugal. Até então têm se focado em 3 áreas de negócio: distribuição, retalho e serviços. São distribuidores oficiais de grandes marcas como Audi, Bentley, Lamborghini<sup>135</sup>.

### Semapa

Grupo português que opera em três setores diversificados e não relacionados: pasta e papel; cimento; e ambiente. É representada através de três subsidiárias: The Navigator – pasta e papel; Secil – cimentos; e Etsa – gestão de produtos de origem animal<sup>136</sup>.

---

133 Pharol SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [http://conteudos.pharol.pt/Documents/PT/Relatorios/2018/RContasCons\\_2017\\_PT.pdf](http://conteudos.pharol.pt/Documents/PT/Relatorios/2018/RContasCons_2017_PT.pdf);

134 REN SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://www.ren.pt/pt-PT/investidores/relatorio\\_anual](https://www.ren.pt/pt-PT/investidores/relatorio_anual);

135 SAG Gest SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em <http://www.sag.pt/Files/comunicado30-04-2018/201712SAGRCCConsolidadoTotalPor.pdf>;

136 Semapa SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://www.semapa.pt/sites/default/files/demonstracoes/rc2017\\_total\\_pt.pdf](https://www.semapa.pt/sites/default/files/demonstracoes/rc2017_total_pt.pdf);

### Sonae

Grupo multinacional, que atua em diversos setores e áreas de negócio. Está presente em 90 países através de subsidiárias como: Sonae MC, Sonae S&F, Worten, Sonae RP, Sonae FS, Sonae IM, Sonae Sierra e NOS<sup>137</sup>.

### Sonae Capital

Grupo português que detém um vasto portfolio de negócios, portfolio esse que compreende um conjunto de ativos diversificados e agrupados em cinco áreas de negócio distintas: Troia Resort, Hotelaria, Fitness, Energia e Refrigeração & AVAC<sup>138</sup>.

### The Navigator

Empresa portuguesa que tem como missão o fabrico e comercialização de papel em Portugal. Detentora de uma grande área florestal, é um grupo totalmente autónomo em todo o processo de transformação da matéria-prima em produto acabado (madeira, pasta e papel). Este grupo pertence, de forma maioritária, ao grupo português Semapa<sup>139</sup>.

---

137 Sonae SGPS, 2017. Relatório do Governo da Sociedade a 31 de dezembro de 2017. Disponível em [https://www.sonae.pt/fotos/dados\\_fin/rgs\\_pt\\_21376354745abd42e6c1eb8.pdf](https://www.sonae.pt/fotos/dados_fin/rgs_pt_21376354745abd42e6c1eb8.pdf);

138 Sonae Capital SGPS, 2017. Relatório e Contas a 31 de dezembro de 2017. Disponível em <https://www.sonaecapital.pt/images/resourcesuser/ag18/pt/RC17PT.pdf>;

139 The Navigator Company, 2017. Relatório do Governo da Sociedade a 31 de dezembro de 2017. Disponível em <http://www.thenavigatorcompany.com/Investidores/Governo-da-Sociedade>;

## 2.5. Método de recolha de dados

Todos os dados utilizados neste estudo foram consultados e extraídos dos Relatórios e Contas de 2017 das empresas selecionadas. Foram analisadas seções e subseções desses mesmos relatórios, os quais permitiram fazer uma seleção inicial das informações importantes. Nesses documentos, considerou-se importante analisar:

- i. Estrutura Acionista;
  - ❖ Estrutura de capital;
  - ❖ Participações sociais e obrigações detidas;
- ii. Administração e Supervisão;
  - ❖ Composição;
  - ❖ Identificação do modelo de governo adotado;
  - ❖ Composição do conselho de administração;
  - ❖ Distinção dos membros executivos e não executivos do conselho de administração;
  - ❖ Relações familiares, profissionais e comerciais, habituais e significativas, de membros do conselho de administração com acionistas a quem seja imputável participação qualificada;

Tendo em conta a natureza complexa dos dados apresentados nos relatórios e contas, considerou-se relevante condensá-los, estruturá-los e agrupá-los num único formato, de modo a facilitar a sua análise e compreensão (Saunders, Lewis, & Thornill, 2009a).

Após a recolha dos dados, foram criadas três *checklists* (documentos em apêndice) com o objetivo de tratar a informação recolhida. As *checklists* são divididas conforme as informações recolhidas na (i) Estrutura Acionista e (ii) Administração e Supervisão.

A primeira *checklist* é composta por 3 grupos de variáveis:

- ❖ **Tipo de acionista dominante** – as estruturas das sociedades podem ser organizadas em diferentes tipos de proprietários: Investidores, famílias, bancos, empresas e governo (Thomsen & Pedersen (2000) *in* (Thomsen & Conyon, 2012));
- ❖ **Representação social do acionista maioritário (%)** – percentagem dos direitos de voto detidos pelo acionista maioritário;
- ❖ **Estrutura de capital** – entendida entre capital concentrado e disperso. Nesta variável, a concentração de capital vai ser considerada caso um acionista detenha mais de 50% do capital social da empresa, excluindo investidores<sup>140</sup>. Capital concentrado é medida pela cotação que o acionista maioritário tem no número total das ações da empresa (Fama & Jensen, 1983; Thomsen & Conyon, 2012).

A segunda *checklist* é constituída por 6 grupos de variáveis:

- ❖ **Modelos de governo das sociedades** – os conselhos de administração podem ser organizados através de 3 modelos de governo das sociedades: monista/latino, anglo-saxónico e dualista (CMVM, 2013). Os modelos monistas e anglo-saxónicos representam a administração e a supervisão concentradas no conselho de administração (*one-tier boards*) enquanto que os modelos dualistas separam essas duas responsabilidades (*two-tier boards*) (Block & Gerstner, 2016; Thomsen & Conyon, 2012);
- ❖ **Dualidade do CEO/Chairman** – existência de uma acumulação de funções entre o presidente da comissão executiva e o presidente do conselho de administração. Neste caso, “são os mesmos” no caso de se

---

140 Neste estudo, quando forem apresentados “investidores” como tipos de acionista dominante e a sua representação social for maior que 50%, significará que a empresa detém o seu capital maioritariamente disperso em mercado free float;

verificar essa acumulação de funções; e “são diferentes” no caso de serem pessoas diferentes;

- ❖ **Dimensão do conselho de administração** – número total de membros que compõem as *boards of directors*. Nesta variável, vai ser utilizada a referência de Lipton & Lorsch (1992)<sup>141</sup> que consideram que a dimensão ideal não deve conter mais de 10 membros;
- ❖ **Número de membros executivos** – número de membros que compõem a comissão executiva ou o conselho de administração executivo;
- ❖ **Número de membros não-executivos** – apresenta o número de empresas em que existem mais membros não-executivos do que executivos. Conselhos de administração compostos por mais membros não-executivos melhoram a qualidade da monitorização e controlo à comissão executiva (Rodrigues, 2012);
- ❖ **Número de membros independentes** – empresas cujos conselhos de administração apresentam mais de metade de membros independentes (Rodrigues, 2012).

A terceira checklist é constituída por 4 grupos de variáveis:

- ❖ **Número de mulheres no conselho de administração** – interpretar como é que as empresas portuguesas se apresentam em termos de diversidade de género.
- ❖ **Número de homens no conselho de administração** – variável utilizada para comparar com o número de mulheres;
- ❖ **Número de administradores estrangeiros** – utilizada como *proxy* de como é que as empresas portuguesas se apresentam em termos de diversidade de culturas (Maznevski, 1994)<sup>142</sup> e (Frijns et al., 2016);

---

141 *in* (Block & Gerstner, 2016);

142 *in* (Frijns et al., 2016);

- ❖ Número de administradores portugueses - variável utilizada para comparar com o número de administradores não portugueses;

# Capítulo 3

## Estudo Empírico

Neste ponto serão analisados os resultados obtidos do estudo realizado sobre os centros corporativos das empresas cotadas no índice PSI-20.

Primeiramente analisar-se-á a estrutura de propriedade das empresas – capital, representatividade maioritária e tipo de acionista dominante. Logo de seguida, o foco será na organização dos conselhos de administração e dos seus membros corporativos.

Para facilitar a apresentação e interpretação dos resultados, as empresas vão ser organizadas através de dois modelos de negócio: familiar e não-familiar.

Nos negócios familiares vão estar incluídos dois modelos de empresas: *owner-managed*<sup>143</sup> e *family-managed*<sup>144</sup>.

Empresas familiares		Empresas não-familiares
<i>Owner-managed</i>	<i>Family-managed</i>	
Altri SGPS;	Corticeira Amorim SGPS;	Millenium BCP;
Ibersol SGPS;	Jerónimo Martins SGPS;	CTT;
SAG Gest SGPS;	Mota Engil SGPS;	EDP;
The Navigator;	Sonae SGPS;	Galp SGPS;
	Sonae Capital SGPS;	Pharol SGPS;
	NOS SGPS;	REN SGPS;
		Semapa SGPS;
		EDP Renováveis;

**Tabela 6:** Empresas do PSI-20 apresentadas por estruturas de negócio;

**Fonte:** elaboração própria;

143 Nestes modelos de negócio, os fundadores ou famílias estão presentes no conselho de administração e gerem as empresas. (Thomsen & Conyon, 2012);

144 Nestes modelos de negócio, a família fundadora vende uma parte da representação da empresa mas continua a deter a maioria dos direitos de voto e a gerir a empresa (Thomsen & Conyon, 2012);

### 3.1. Apresentação dos resultados

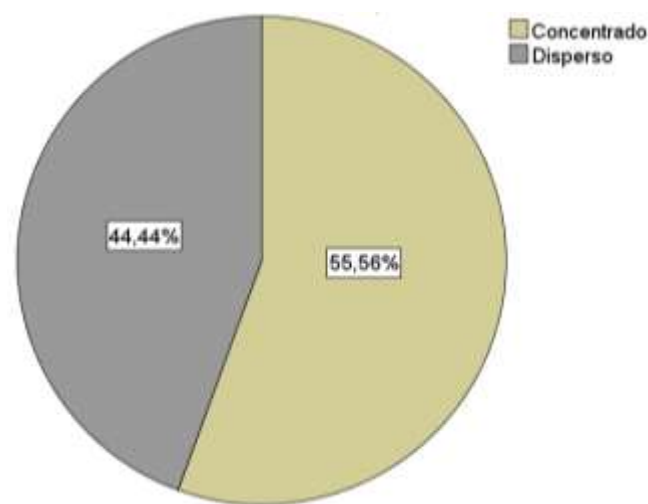
#### Estrutura de capital

De seguida, são apresentados os primeiros resultados descritivos desta investigação: a estrutura de capital das empresas.

N=18	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
<b>Concentrado</b>	9	50%	1	5,6%	10	55,6%
<b>Disperso</b>	1	5,6%	7	38,8%	8	44,4%
<b>Total</b>	10	55,6%	8	44,4%	18	100%

**Tabela 7:** Estrutura de Capital por modelo de negócio das empresas do PSI-20;

**Fonte:** Elaboração própria;



**Gráfico 1:** Estrutura de capital das empresas do PSI-20;

**Fonte:** SPSS;

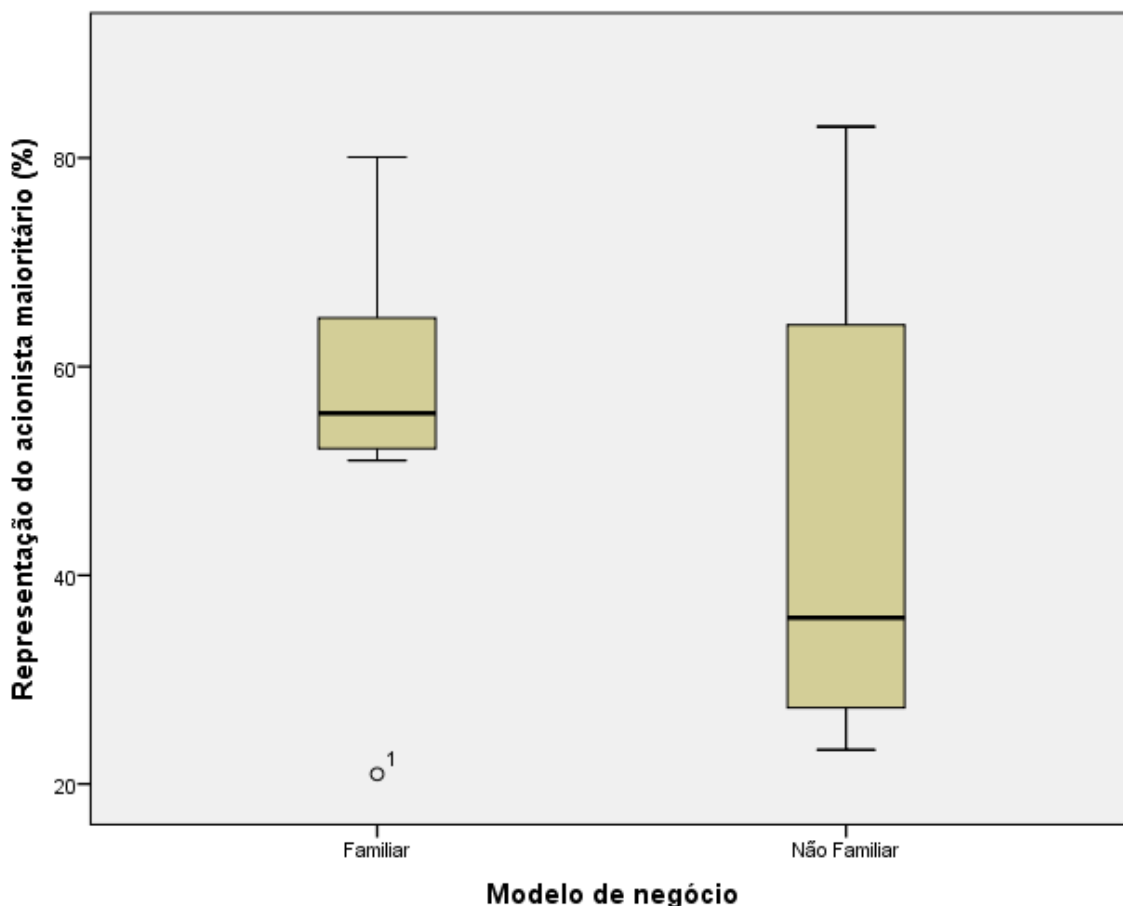
Cerca de 55,6% das empresas no PSI-20 têm concentrado num único acionista mais de metade do capital social e respetivos direitos de voto. As restantes 44,4% encontram o seu capital disperso por diversas empresas ou investidores em mercado *free float*.

É no tipo de empresas com estruturas de negócio familiar que existe um maior volume de capital concentrado (9 empresas). Em termos de dispersão de

capital, há uma maior frequência nos tipos de negócio não-familiar (7 empresas).

### Representação do acionista maioritário

Dito isto, podemos verificar que a variabilidade das representações de voto dos acionistas dominantes nas empresas não-familiares é maior que nas empresas familiares (Gráfico 2).



**Gráfico 2:** Representação do acionista dominante por modelo de negócio;  
**Fonte:** SPSS;

No geral, os principais acionistas dos negócios familiares dão preferência a ter um pouco mais que 50% da sua representação de voto. Nas *family-managed*, são cerca de 4 as empresas que têm concentrado num único acionista um pouco mais da maioria de direitos de voto: Corticeira Amorim SGPS (51%), Sonae SGPS (52,7%), NOS SGPS (52,2%) e Jerónimo Martins SGPS (56,1%). Nas *owner-managed*, somente 1 empresa é que acompanha esta tendência: Ibersol SGPS

(54,9%). Nas restantes empresas observa-se que existe uma grande disparidade percentual nas representações de capital dos acionistas dominantes.

Ainda nas empresas com uma estrutura de negócio familiar, existe uma que concentra de uma forma bastante expressiva os seus direitos num único acionista: SAG Gest SGPS (80,1%). Neste tipo de estrutura, existe somente uma que quebra esta tendência de concentração de capital: Altri SGPS (21%) – conhecida como a única empresa familiar com capital disperso (*outlier*) nesta observação.

Nos tipos de negócio não-familiar, as representações maioritárias dos acionistas nestas empresas são bastante divergentes, situando-se uma maioria dessas representações abaixo dos 50% - com exceção da EDP Renováveis (83%), onde grande parte do seu capital social é de um único titular (EDP); e Pharol SGPS (58,7%) e CTT (69,3%) que, embora disperso, apresentam o seu capital maioritariamente exposto em mercado *free float*.

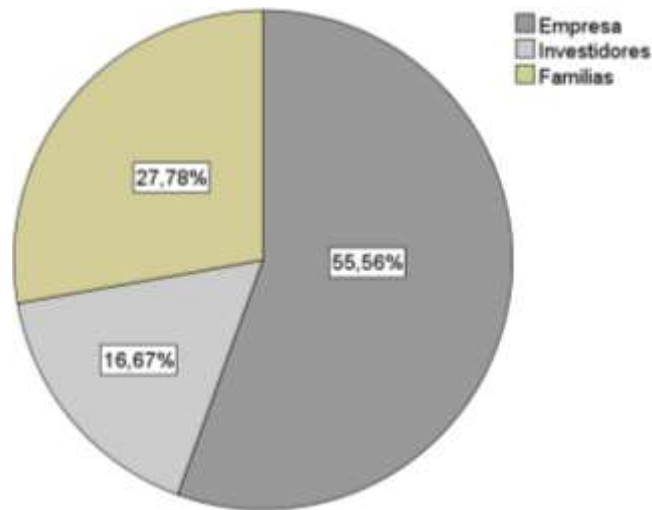
### **Acionistas dominantes**

Na Tabela 8 estão apresentados os 3 tipos de acionistas dominantes mais frequentes nas estruturas de capital das empresas.

N=18	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
<b>Empresas</b>	5	27,8%	5	27,8%	10	55,6%
<b>Investidores</b>	0	0%	3	16,6%	3	16,6%
<b>Famílias</b>	5	27,8%	0	0%	5	27,8%
<b>Total</b>	10	55,6%	8	44,4%	18	100%

**Tabela 8:** Acionistas dominantes por modelo de negócio das empresas do PSI-20;

**Fonte:** Elaboração própria;



**Gráfico 3:** Acionistas maioritários nas empresas do PSI-20;  
**Fonte:** SPSS;

No Gráfico 3 pode observar-se que, cerca de 55,6% dos grupos empresariais do PSI-20 são detidos e dominados por outras empresas (*cross-ownership*).

No caso da EDP Renováveis e da The Navigator, estas 2 entidades são detidas por empresas do mesmo grupo: EDP com 83% e Semapa com 69,4%, respetivamente. Os restantes grupos empresariais que são detidos por outras empresas, têm presentes nos seus conselhos de administração, membros corporativos que estão profissionalmente ligados às empresas acionistas (Altri SGPS, Millenium BCP, EDP, Galp SGPS, Ibersol SGPS, NOS SGPS, SAG Gest SGPS e Semapa SGPS).

Existem 3 empresas que dão preferência à dispersão de capital em mercado *free float*: CTT, Pharol SGPS e REN SGPS. Neste caso, é comum que os tipos de acionistas mais frequentes nas suas estruturas de propriedade sejam investidores distribuídos por todo o mundo.

### **Modelos de governo das sociedades**

Relativamente aos modelos de governo das sociedades, é importante relembrar que em Portugal existem 3 modelos possíveis de serem adotados pelas empresas listadas publicamente: modelo monista/latino e modelo anglo-saxónico (modelos *one-tier*); e o modelo dualista (modelo *two-tier*).

No PSI-20 observa-se que cerca de 17 empresas (94,4%) dão preferência a sistemas de governo *one-tier board*, onde as responsabilidades de gestão e de supervisão estão ambas centralizadas nos respetivos conselhos de administração (Tabela 9). Estes sistemas são dominantes nas empresas familiares. Nas empresas não-familiares, existe uma maior preferência por estes tipos de sistemas *one-tier*, no entanto a EDP adota no seu conselho de administração um sistema *two-tier board* que separa a supervisão e a gestão e administração da empresa.

N=18	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
<b>Monista/Latino</b>	9	50%	3	16,6%	12	66,6%
<b>Anglo-saxónico</b>	1	5,6%	4	22,2%	5	27,8%
<b>Dualista</b>	0	0%	1	5,6%	1	5,6%
<b>Total</b>	10	55,6%	8	44,4%	18	100%

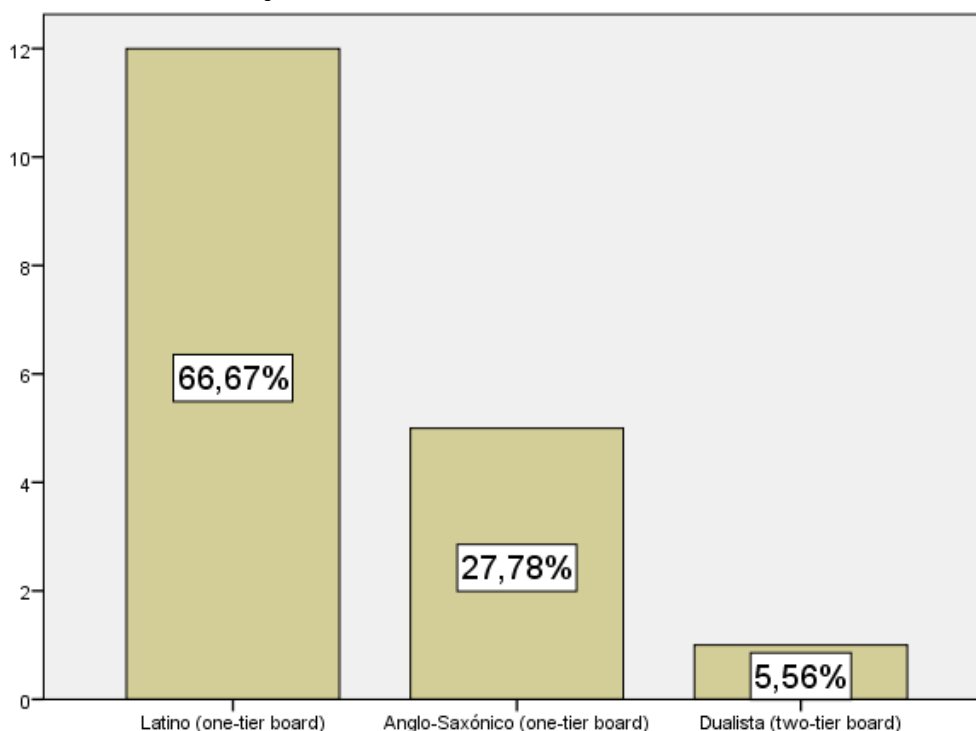
**Tabela 9:** Modelos de governo das sociedades por modelo de negócio das empresas do PSI-20;  
**Fonte:** Elaboração própria;

No Gráfico 4 verifica-se que, dos únicos 2 modelos possíveis em Portugal para empresas com sistemas *one-tier board*, o modelo monista/latino é o mais utilizado (66,6%), sendo o anglo-saxónico adotado por apenas 5 entidades (27,8%). No caso do modelo monista/latino, a Corticeira Amorim SGPS, a Galp SGPS, a Mota Engil SGPS e a Sempara SGPS utilizam um modelo monista/latino reforçado<sup>145</sup>, onde o ROC é independente e não faz parte do conselho fiscal.

---

<sup>145</sup> 5 em 12 empresas (41,6%);

A EDP é o único caso português que adota um modelo de governo das sociedades dualista, onde existe um conselho geral de supervisão e um conselho de administração executivo.



**Gráfico 4:** Modelos de governo das sociedades das empresas do PSI-20;  
**Fonte:** SPSS;

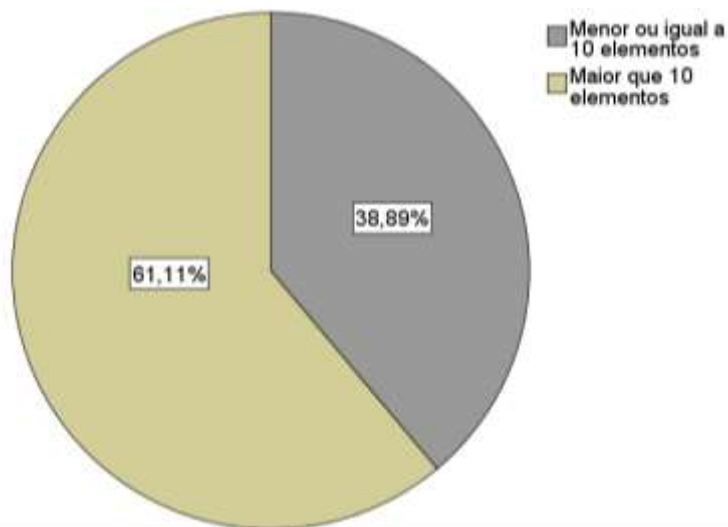
### Dimensão do conselho de administração

Em termos de dimensão do conselho de administração, cerca de 7 dos 18 centros corporativos (38,9%) são compostos por menos de 10 elementos, enquanto que os restantes 11 centros corporativos (61,1%) apresentam mais de 10 elementos nos seus conselhos de administração (Tabela 10; Gráfico 5).

N=18	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
<b>Menor ou igual a 10 elementos</b>	7	38,9%	0	0%	7	38,9%
<b>Mais de 10 elementos</b>	3	16,6%	8	44,4%	11	61,1%
<b>Total</b>	10	55,6%	8	44,4%	18	100%

**Tabela 10:** Dimensão dos conselhos de administração por modelo de negócio das empresas do PSI-20;

**Fonte:** Elaboração própria;



**Gráfico 5:** Dimensão dos conselhos de administração nas empresas do PSI-20;  
**Fonte:** SPSS;

Nos grupos empresariais com estruturas de negócio familiar, nas empresas com menos de 10 elementos nos conselhos de administração, 4 são empresas *family-managed*: Corticeira Amorim SGPS, Jerónimo Martins SGPS, Sonae SGPS e Sonae Capital SGPS. As restantes 3 são empresas *owner-managed*: Altri SGPS, Ibersol SGPS, SAG Gest SGPS.

Nos conselhos de administração com mais de 10 elementos, cerca de 3 grupos empresariais têm uma estrutura de negócio familiar. No entanto, as sociedades com tipos de negócio não-familiares são todas compostas por mais de 10 elementos.

Relativamente à sua composição, os conselhos de administração são normalmente constituídos por membros executivos e membros não-executivos (independentes).

Assim sendo, de seguida apresentar-se-ão alguns dados sobre a composição dos conselhos de administração.

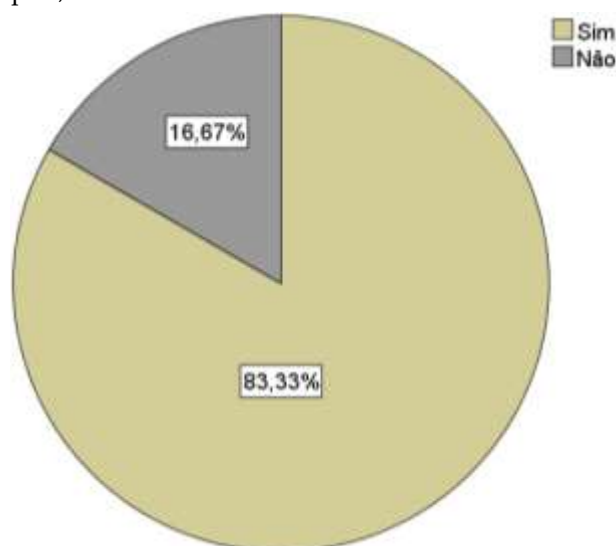
### Composição dos conselhos de administração

A Tabela 11 apresenta dados referentes ao número de não-executivos e a sua proporção em relação ao número de membros executivos.

#### Número de não-executivos é maior que número de executivos?

N=18	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
Sim	7	38,9%	8	44,4%	15	83,3%
Não	3	16,7%	0	0%	3	16,7%
Total	10	55,6%	8	44,4%	18	100%

**Tabela 11:** Representação de membros não-executivos em proporção de membros executivos;  
**Fonte:** elaboração própria;



**Gráfico 6:** Representação de membros não-executivos em proporção de membros executivos;  
**Fonte:** SPSS;

É possível verificar que cerca de 83,3% das empresas têm mais membros não-executivos que membros executivos (Gráfico 6). Nos grupos empresariais não-familiares, o número de não-executivos prevalece sobre o número de executivos em todas as empresas apresentadas: Millenium BCP, CTT, EDP, EDP Renováveis, Galp SGPS, Pharol SGPS, REN SGPS e Semapa SGPS.

Constata-se ainda que 3 dos 18 grupos empresariais (16,7%), onde os membros não-executivos são inferiores ou iguais ao número de executivos, são constituídos totalmente por empresas com tipos de negócio familiar: Altri SGPS, Corticeira Amorim SGPS e Ibersol SGPS. Nestes 3 casos, é importante referir que a diferença entre membros executivos e não-executivos é de 1 membro. No caso da Corticeira Amorim o número de executivos é igual ao de não-executivos.

### **Independência dos conselhos de administração**

Em termos de independência, a Tabela 12 apresenta o conjunto de empresas onde o conselho de administração é representado por mais de metade de administradores independentes.

#### **Mais de metade do conselho de administração é composto por membros independentes?**

N=18	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
<b>Sim</b>	1	5,6%	4	22,2%	5	27,8%
<b>Não</b>	9	50%	4	22,2%	13	72,2%
<b>Total</b>	10	55,6%	8	44,4%	18	100%

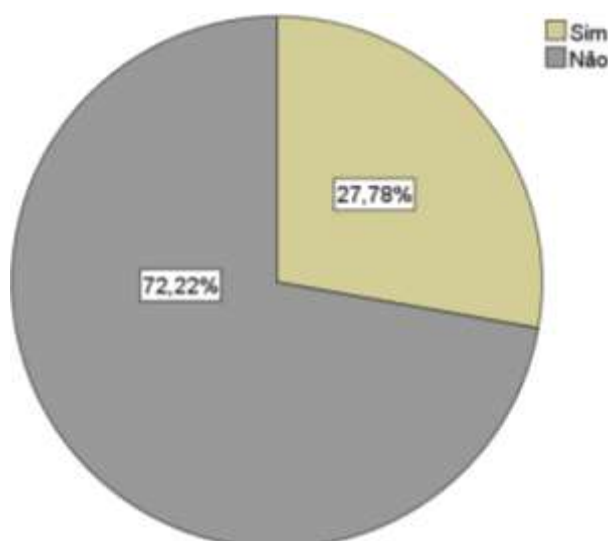
**Tabela 12:** Proporção de membros independentes nos conselhos de administração;

**Fonte:** elaboração própria;

Tendo em conta o critério de independência aqui definido, apenas 5 grupos empresariais (27,78%) apresentam nos seus conselhos de administração mais de metade de administradores independentes (Gráfico 7).

No entanto, são superiores as empresas que não cumprem este critério, sendo mais frequente em empresas do tipo familiar (50%) que nas do tipo não-familiar (22,2%). No caso da Altri SGPS e da Corticeira Amorim SGPS, os

conselhos de administração não possuem qualquer membro independente, uma vez que nenhum dos não-executivos cumpre com os critérios de independência apresentados pela CMVM.



**Gráfico 7:** Proporção de membros independentes nos conselhos de administração;  
**Fonte:** SPSS;

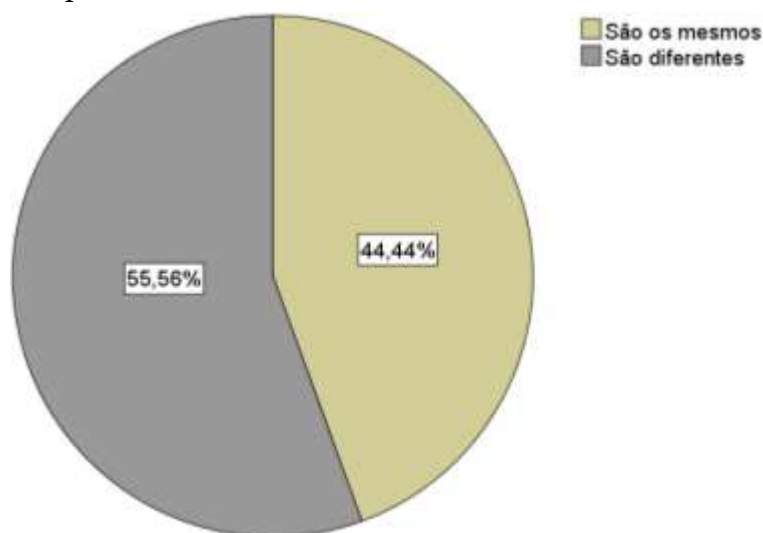
### Dualidade de funções CEO/Chairman

Quanto à dualidade de funções entre o CEO e o *Chairman* dos grupos empresariais aqui apresentados, verifica-se que, embora mínima, a preferência por separar as funções de presidência do conselho de administração e da comissão executiva prevalece perante as empresas onde existe acumulação dessas mesmas funções (Tabela 13).

	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
<b>São os mesmos</b>	5	27,8%	3	16,6%	8	44,4%
<b>São diferentes</b>	5	27,8%	5	27,8%	10	55,6%
<b>Total</b>	10	55,6%	8	44,4%	18	100%

**Tabela 13:** Dualidade de funções de presidência por tipo de negócio das empresas do PSI-20;  
**Fonte:** elaboração própria;

Como se pode observar no Gráfico 8, existem 8 empresas (44,4%) que acumulam estas duas funções de presidência num só administrador. Desses 8 grupos empresariais, cerca de 5 empresas são familiares (3 *family-managed* e 2 *owner-managed*), e 3 empresas são não-familiares.



**Gráfico 8:** Dualidade de funções de presidência nas empresas do PSI-20;  
**Fonte:** SPSS;

Quanto à separação destas duas responsabilidades, são 10 empresas (55,6%) que adotam um presidente do conselho de administração diferente do presidente executivo. Nesses 10 grupos empresariais, cerca de 5 empresas são familiares (3 *family-managed* e 2 *owner-managed*), enquanto que 5 empresas são não-familiares.

### **Diversidade nos conselhos de administração**

Relativamente ao tema diversidade, esta análise vai ser feita tendo em conta 2 tipos diferentes de diversidade: género e cultura.

No caso da diversidade de género, os conselhos de administração dos grupos empresariais aqui presentes são compostos maioritariamente por homens (84,5%). Só cerca de 15,5% dos membros dos conselhos de administração é que são mulheres (Tabela 14).

N=219	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
Nº de mulheres	18	8,2%	16	7,3%	34	15,5%
Nº de homens	78	35,6%	107	48,9%	185	84,5%
<b>Total</b>	96	43,8%	123	56,2%	219	100%

**Tabela 14:** Diversidade de género por tipo de negócio das empresas do PSI-20;

**Fonte:** elaboração própria;

Os grupos empresariais CTT e NOS SGPS, são as empresas que apresentam um maior número de membros do sexo feminino nos seus conselhos de administração (4 membros). As empresas Ibersol SGPS, Semapa SGPS e The Navigator não apresentam mulheres nos conselhos de administração.

Quanto à diversidade de cultura, cerca de 18,3% dos conselhos de administração aqui estudados são compostos por membros estrangeiros. No entanto, prevalece a escolha de membros com nacionalidade portuguesa (81,7%) a estarem presentes nos conselhos de administração (Tabela 15).

N=219	Modelo de negócio				Total	
	Familiar		Não-familiar			
Nº de estrangeiros	11	5%	29	13,3%	40	18,3%
Nº de portugueses	85	38,8%	94	43%	179	81,7%
<b>Total</b>	96	43,8%	123	56,2%	219	100%

**Tabela 15:** Diversidade de cultura por tipo de negócio das empresas do PSI-20;

**Fonte:** elaboração própria;

Neste caso, a EDP é a empresa que tem mais administradores estrangeiros presentes no seu conselho geral e de supervisão (9 membros). A Altri SGPS, a Corticeira Amorim SGPS, a Mota Engil SGPS, a SAG Gest SGPS, a Semapa

SGPS, a Sonae Capital SGPS e a The Navigator não constituem qualquer membro de nacionalidade estrangeira nos seus conselhos de administração.

# Capítulo 4

## Discussão e Conclusão

### 4.1. Considerações finais

Tomando como ponto de partida a questão de investigação a qual foi importante para ajudar a estruturar este trabalho, os objetivos principais deste estudo foram: (i) contextualizar a amostra PSI-20 em matéria de governo das sociedades; e (ii) confrontar os resultados obtidos com algumas referências internacionais, percebendo se existem similaridades entre Portugal e outros sistemas internacionais.

Numa fase inicial, é possível constatar que as estruturas das empresas portuguesas aqui estudadas são maioritariamente do tipo familiar - 10 empresas familiares para 8 empresas não-familiares.

Em termos de estrutura de capital, 55,6% dos grupos empresariais aqui estudados apresentam os seus direitos de voto concentrados maioritariamente num único acionista. Este tipo de concentração é mais frequente nas empresas familiares, onde as famílias ou os sócios fundadores detêm um pouco mais que 50% do capital social, possivelmente para assim conseguirem concentrar neles o poder de decisão.

No entanto, nos grupos empresariais com estruturas de capital dispersas por vários proprietários (44,4%) as decisões, embora num âmbito minoritário, continuam a ser tomadas pelas empresas proprietárias.

Neste sentido, ter o poder de decisão distribuído por vários acionistas é vantajoso (custo/benefício), pois incentivará aos seus associados a prestarem serviços de monitorização e aconselhamento, reduzindo assim os custos

administrativos e aumentando os custos de transação (Hansmann, 1996; Thomsen & Pedersen, 1998)<sup>146</sup>.

Ambos os modelos de negócio (familiar e não-familiar) têm presentes nos seus conselhos de administração representantes diretamente ligados aos acionistas. Esta homogeneidade de membros certamente que pressionará a uma tomada de decisão e monitorização, semelhantes aos negócios dos próprios investidores dominantes (DiMaggio & Powell, 1983), de forma a conseguirem minimizar certas incertezas e riscos desnecessários.

Relativamente aos tipos de investidores aqui analisados, o facto de existir uma centralização de capital em empresas (55,6%) e famílias (27,8%), leva a crer que todos os grupos empresariais com este tipo de acionistas dominantes sejam semelhantes (Hawley, 1968)<sup>147</sup>.

Tendo em conta os modelos de governo e de administração das sociedades portuguesas, o modelo monista/latino é o mais utilizado (66,7%) pelos grupos empresariais do PSI-20. Verifica-se também que as preferências pelos sistemas *one-tier board* não se alteraram de 2012 para 2017 (Ribeiro, 2014).

Esta preferência é expressiva (94,5%), o que é compatível com o que DiMaggio & Powell (1983) escrevem a propósito do fenómeno de isomorfismo organizacional, ou seja, a forma como as empresas tendem a adotar estruturas e comportamentos semelhantes, o que neste caso reforça ainda mais a ideia de centralização de poder e tomada de decisão.

Na verdade, este tipo de sistemas pode ser vantajoso para as empresas, principalmente em termos de eficiência da tomada de decisão e da compreensão do negócio (Block & Gerstner, 2016). No entanto, a não existência de separação entre administração e supervisão, vai originar uma incerteza quanto à independência dos membros e ocasionará, na grande parte das vezes,

---

146 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

147 *in* (DiMaggio & Powell, 1983);

a uma dualidade de funções entre CEO/*Chairman* – problemas de agência (Thomsen & Conyon, 2012).

Desta forma, em 44,4% dos grupos empresariais analisados, o CEO e o *Chairman* são a mesma pessoa (dualidade). Nos Estados Unidos, em 2015 cerca de 50% das empresas americanas apresentavam este tipo de dualidade de funções (Block & Gerstner, 2016).

No ponto de vista de agência, como referido anteriormente, esta dualidade poderá ocasionar problemas de agência, visto que permite que o agente controle e monitorize as suas próprias decisões (Thomsen & Conyon, 2012), podendo originar assimetrias de informação (Eisenhardt, 1989)<sup>148</sup> e outros problemas de informação relacionados.

A preferência pela acumulação de funções de presidência é mais comum em modelos familiares. Nestes casos, o problema de agência pode não ser tão relevante, visto que são os próprios donos que governam as sociedades e agem mais pelos interesses das sociedades, que são também os seus próprios interesses – teoria da administração (Donaldson, 1990; Donaldson & Davis, 1991)<sup>149</sup>. No entanto, para os modelos não-familiares é frequente que os CEO's que apresentem bons desempenhos ganhem mais facilmente a confiança dos membros não-executivos e acumulem assim a função de *Chairman* (Adams et al., 2010)<sup>150</sup>.

Em termos de dimensão dos conselhos de administração, as empresas com modelos de negócio familiar são as que efetivamente têm menos de 10 elementos nos seus conselhos de administração (38,9%) – uma média de 9,6 elementos por empresa. Segundo a literatura, parece não existir um número ótimo de membros, mas é sempre referido que centros corporativos com um

---

148 *in* (Kim et al., 2009);

149 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

150 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

número elevado de membros tem tendência a ser menos eficazes (Eisenberg, 1998<sup>151</sup>; Lipton & Lorsch, 1992<sup>152</sup>; Jensen, 1993<sup>153</sup>; Thomsen & Conyon, 2012).

Nos casos das empresas com modelos familiares é possível que estas sejam administradas através de estruturas homogéneas às dos seus acionistas, fazendo sentido que, para uma questão de eficiência na supervisão e na gestão, apresentem menos elementos. Para Jensen, (1993)<sup>154</sup>, os centros corporativos não devem conter mais de 7 ou 8 elementos. No entanto, segundo Lipton & Lorsch, (1992)<sup>155</sup>, a dimensão dos conselhos de administração não deve ultraoassar os 10 elementos (se possível 8 ou 9 membros), caso que se comprova em cerca de 70% das empresas familiares analisadas.

Comparativamente com um estudo realizado em 2016 por (Block & Gerstner, 2016), a média de membros dos sistemas *one-tier* nas empresas portuguesas é exatamente a mesma da média de membros dos mesmos sistemas nas empresas americanas (aproximadamente 11 elementos).

No entanto, nas empresas não-familiares com mais de 10 elementos, existe uma observação curiosa, que revela que os grupos empresariais com 11 e 12 membros, continuam a ter preferência por adotar uma dualidade de posições de CEO/*Chairman*, enquanto que grupos maiores – acima de 14 elementos, já é visível a necessidade de separar estas duas funções.

Contudo, ter mais membros não-executivos presentes no conselho de administração pode resultar num mecanismo de supervisão e controlo mais eficaz à comissão executiva (Rodrigues, 2012).

Tendo em conta as perguntas da Tabela 11 e Tabela 12 - “quais são as empresas que apresentam mais membros não-executivos que membros executivos?”; “quais são as empresas que são compostas por mais de metade de

---

151 *in* (Block & Gerstner, 2016);

152 *in* (Block & Gerstner, 2016);

153 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

154 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

155 *in* (Block & Gerstner, 2016);

membros independentes?”, é possível concluir que cerca de 83,3% dos grupos empresariais apresentam mais membros não-executivos nos seus conselhos de administração.

Numa perspetiva de agência, é importante que assim seja, pois, mais membros não-executivos e independentes ajudam a reduzir as assimetrias de informação e possíveis conflitos de interesses (Fama & Jensen, 1983; Thomsen & Conyon, 2012; Jensen & Meckling, 2012).

Em termos de independência, é importante que as empresas cotadas apresentem um número adequado de administradores independentes suficientes para acompanhar e avaliar a gestão (CMVM, 2013).

Assim, conclui-se que cerca de 72,2% dos grupos empresariais não apresentam membros independentes que cumpram com o critério utilizado neste estudo (Rodrigues, 2012).

A tendência neste caso, é que empresas com uma maior proporção de capital disperso em diferentes acionistas, apresentem um número de representantes independentes superior, com intenção de representarem diretamente os interesses dos seus investidores.

Num estudo realizado em 2015 pela *Spencer Stuarts Board Index*<sup>156</sup>, os conselhos de administração das empresas da S&P 500 eram compostas por uma média de 9 membros independentes. Tendo em atenção as diferentes dimensões entre a amostra portuguesa e a amostra americana, as empresas portuguesas aqui analisadas ficam bastante abaixo desta média tendo apenas uma média aproximada de 4 administradores independentes.

No entanto, é possível verificar que os únicos 3 grupos empresariais (16,7%) que não apresentam um número de não-executivos superior ao de executivos, são também empresas com modelos de negócio familiar.

---

156 *in* (Block & Gerstner, 2016);

Quanto à diversidade, centros corporativos diversificados possuem uma variedade considerável de conhecimentos, de competências, de opiniões que podem resultar em melhores desempenhos organizacionais (Bernardi et al., 2002<sup>157</sup>; Carter et al., 2003<sup>158</sup>; Thomsen & Conyon, 2012).

No caso do PSI-20, cerca de 15,5% dos membros corporativos são mulheres. Num estudo realizado sobre a *Fortune 500* em 2011, cerca de 16,1% dos membros corporativos eram mulheres. Tendo em conta a expressiva dimensão amostral das empresas aqui comparadas, neste aspecto, as empresas portuguesas encontram-se assim bastante próximas das americanas.

Em termos de diversidade de culturas (nº de membros estrangeiros), é de notar que os centros corporativos das empresas com modelos de negócio não-familiares apresentam um maior número de membros estrangeiros (13,3%), enquanto que as empresas com modelos familiares apresentam um maior número de membros portugueses (38,8%).

O primeiro caso é bastante comum, devido ao facto de grande parte dos grupos empresariais não-familiares serem detidos por empresas estrangeiras, levando a que esses mesmos acionistas considerem relevante a integração de membros que, além de representarem os seus interesses, sejam culturalmente diferentes dos restantes, promovendo assim o conhecimento e a experiência que estes grupos empresariais podem vir a precisar para tomarem decisões em determinados mercados (Frijns et al., 2016).

Numa perspetiva de dependência de recursos, ter mais *outsiders* presentes nos conselhos de administração resulta num maior conhecimento, experiência em determinados contextos sociais (Adams et al., 2010)<sup>159</sup>, transparência e capacidade de obtenção de recursos que eventualmente possam ser valiosos

---

157 *in* (Ahmadi et al., 2018);

158 *in* (Ahmadi et al., 2018);

159 *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

para as empresas (p.e: investidores, crédito, clientes) (Pfeffer & Salancik, 1978; Stearns & Mizruchi, 1993)<sup>160</sup>.

Relativamente à segunda conclusão, tendo em conta a Tabela 1 apresentada na revisão de literatura, verifica-se que existem similaridades entre o sistema de governo das sociedades português e o sistema francês. Na Tabela 16 podemos verificar essas similaridades.

	<i>France</i>	<i>Portugal</i>
	<i>Public governance</i>	<i>Public governance</i>
<i>Legal system</i>	<i>Civil</i>	<i>Civil</i>
<i>Investor protection</i>	<i>Medium</i>	<i>Medium</i>
<i>Ownership Concentration</i>	<i>Medium</i>	<i>Medium/High</i>
<i>Typical owners</i>	<i>Cross-ownership</i>	<i>Cross- ownership</i>
<i>Board system</i>	<i>One-tier</i>	<i>One-tier</i>
<i>Managers on board</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Chair=CEO</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Employees on board</i>	<i>No</i>	<i>No</i>
<i>Bank influence</i>	<i>High</i>	<i>High</i>
<i>Performance pay</i>	<i>Medium</i>	-

**Tabela 16:** Tabela comparativa dos sistemas de governo das sociedades em França e Portugal;

**Fonte:** (Thomsen & Conyon, 2012) e elaboração própria;

---

<sup>160</sup> *in* (Thomsen & Conyon, 2012);

Legal system: No caso francês é o sistema legal civil. No caso português é o sistema legal civil também. Portugal é governado segundo a Constituição da República Portuguesa, onde existem imensos códigos aplicados para cada uma das jurisdições. Neste caso, o código civil e o código das sociedades comerciais são os que melhor refletem esta conclusão;

Investor protection: Em França, é médio. Em Portugal tudo indica que seja médio também. Pelo facto de Portugal ser um país *bank-based system*, a influência do credor é bastante mais alta que a do investidor (*market-based systems*);

Ownership concentration: Em França é médio. Em Portugal tudo indica que seja médio/alto. As empresas portuguesas aqui analisadas são maioritariamente familiares, o que resulta num elevado nível de concentração de capital;

Typical owners: Em França prevalece o *cross-ownership*. Em Portugal tudo indica que também é *cross-ownership*. Neste caso, os grupos empresariais cotados no PSI-20 são maioritariamente detidos por empresas e famílias. Poucos são os grupos que apresentam o seu capital maioritariamente disperso por investidores em mercado *free float*;

Board systems: Em França, *one-tier boards*. Em Portugal também. O sistema *one-tier* é o favorito no contexto português;

Managers on board: Em França, sim. Em Portugal também. Pelo facto de em Portugal os sistemas *one-tier* serem os mais escolhidos, influência na preferência de ter a supervisão e a gestão presentes nos conselhos de administração;

Chair=CEO: Em França, sim. Em Portugal encontra-se um pouco dividido. Nesta amostra do PSI-20, são ligeiramente superiores as empresas que preferem separar as 2 principais funções de presidência.

Employees on board: Em França, não. Em Portugal também não. Este mecanismo é mais comum na Alemanha e na Escandinávia.

Bank influence: Em França, alto. Em Portugal é alto também. Como foi supramencionado, Portugal é um sistema *bank-based* pois recorre mais a investimentos de outras empresas (*cross-ownership*) que propriamente aos mercados *free float*.

Performance pay: Em França, médio. Em Portugal nada se pode concluir com este trabalho, pois não foi abordada essa questão.

A evidência analisada parece indicar para a existência de uma forte similaridade entre os mecanismos utilizados nestes dois países.

Contudo, este estudo não é suficiente para deixar uma conclusão assertiva desta similaridade, visto faltarem certezas sobre alguns mecanismos (*performance pay*), e visto que esta amostra de 18 empresas não representa a população total dos grupos empresariais cotados nos mercados portugueses (*Euronext Lisbon*).

Em síntese, como resposta às questões de investigação, concluí-se que: (i) as empresas que compõem o PSI-20 estão organizadas de forma a protegerem os interesses dos acionistas dominantes; (ii) Em matérias de governo das sociedades, as empresas familiares dão preferência a concentrar o poder de decisão (*dualidade CEO, one-tier board, concentração de capital*), enquanto que as não-familiares, embora estruturalmente parecidas com as familiares, adotam mecanismos que reforçam a supervisão (*membros não-executivos, membros independentes, diversidade de género*); e (iii) existe uma forte similaridade entre o sistema português e o sistema francês, o que reflete também na aproximação cultural vivida entre estes dois países.

## 4.2. Limitações do estudo

Uma das limitações do estudo prende-se com o facto de o mesmo só se basear em pesquisa documental – relatórios e contas. Como tal, não foi seguida a recomendação de Yin (2003), que defende que “o uso de várias fontes de

evidência dá ao investigador a oportunidade de obter várias medidas do mesmo fenómeno, o que acrescenta validade ao estudo científico”.

Outra limitação é o facto de o estudo ser essencialmente descritivo, o que pode deixar as conclusões pouco objetivas e inconclusivas. Para Saunders et al. (2009b), “frequentemente os investigadores receiam que o trabalho seja demasiado descritivo. Há o perigo de dizer «Isso é muito interessante...e então?»»

No entanto, com o tempo disponível para a realização deste trabalho, dificilmente poderia ter sido considerado outro tipo de método de investigação e uma amostra mais extensa.

### 4.3. Sugestões para trabalhos futuros

“Este estudo ao ser descritivo poderá constituir a base para uma investigação exploratória posterior” (Saunders et al., 2009b). Assim sendo, para futuros trabalhos, recomenda-se que seja dada continuidade a este estudo, sendo realizadas as seguintes análises:

- ❖ Estudo das políticas de remunerações dos CEO’s nas empresas listadas na *Euronext Lisbon*;
- ❖ Realização deste mesmo estudo para as restantes 30 empresas presentes na *Euronext Lisbon*;

Seria proveitoso efetuar estas duas análises complementares a este estudo, de forma a validar as conclusões deste trabalho e concluir a comparação dos sistemas portugueses ao dos outros 6 países apresentados na literatura.

Porém, os estudos realizados sobre esta temática até à data são reduzidos, pelo que as conclusões deste trabalho podem contribuir para uma melhor compreensão das dinâmicas relacionadas com o tema governo das sociedades.

O presente trabalho deve então “ser encarado como um meio para um fim, ao invés de um fim em si mesmo. Isto significa que se o projeto de investigação

utiliza a descrição é provável que seja um precursor da explicação” (Saunders et al., 2009a).

# Bibliografia

- Adetunji Babatunde, M., & Olaniran, O. (2009). The effects of internal and external mechanism on governance and performance of corporate firms in Nigeria. *Corporate Ownership and Control*, 7(2 D), 330–342.
- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2010). Comparative and international corporate governance. *Academy of Management Annals*.
- Ahmadi, A., Nakaa, N., & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44(December 2016), 218–226.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84, 488–500.
- Almeida, F., Almeida, L., & Ness Jr., W. (2002). *A Governança Corporativa no Sector De Telecomunicações Brasileiro: Encontro Brasileiro De Finanças*.
- Barca, F., & Becht, M. (2001). *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press: Oxford.
- Batista, C. D. B., & Farinha, J. B. R. B. (2009). As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal, 1–67.
- Bebchuk, L. A., & Roe, M. J. (1999). A theory of path dependence in corporate ownership and governance. In *Convergence and Persistence in Corporate Governance*.
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588–612.
- Block, D., & Gerstner, A.-M. (2016). *One-Tier vs. Two-Tier Board Structure: A Comparison Between the United States and Germany*.
- Broye, G., François, A., & Moulin, Y. (2017). The cost of CEO duality: Evidence

- from French leadership compensation. *European Management Journal*, 35(3), 336–350.
- Campos, L. (2015). *Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal*.
- Chen, Y., Eshleman, J. D., & Soileau, J. S. (2016). Board Gender Diversity and Internal Control Weaknesses. *Advances in Accounting*, 33, 11–19.
- CMVM. (2013). *Comissão dos Mercados dos Valores Mobiliários*.
- Davis, G. F. (2005). New Directions in Corporate Governance. *Annual Review of Sociology*, 31(1), 143–162.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–36.
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. *American Sociological Review*.
- Duarte, T. A. E. R. (2007). *O Governo Das Sociedades ( Corporate Governance ) – Análise Do Desempenho Das Sociedades Cotadas Em Bolsa*. Universidade Técnica de Lisboa.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation Of Ownership And Control. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 301–325.
- Frijns, B., Dodd, O., & Cimerova, H. (2016). The impact of cultural diversity in corporate boards on firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 41, 521–541.
- Hallqvist, B. (2000). Código das melhores práticas de governança corporativa — o conselho de administração. *Revista de Administração*, 35(2).
- Hilary Hoynes, H. (2005). Three Models of Corporate Governance from Developed Capital Markets Introduction Key Players in the Anglo-US Model Share Ownership Pattern in the Anglo-US Model. *Management Accounting Quarterly*, 1–14.

- Holmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics*.
- Jensen, M., & Meckling, W. (2012). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. In *The Economic Nature of the Firm: A Reader, Third Edition*.
- Jungmann, C. (2006). The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany –. *European Company and Financial Law Review*, 3, 60–64.
- Kim, K. H., Al-Shammari, H. A., Kim, B., & Lee, S. H. (2009). CEO duality leadership and corporate diversification behavior. *Journal of Business Research*, 62(11), 1173–1180.
- Matias, M. (2016). *Influências das características de Corporate Governance na performance das empresas cotadas na Euronext Lisbon*. Coimbra Business School - ISCAC.
- Mota, A. G. (2012). *Finanças da Empresa - da teoria à prática - 5ª Ed. Lisboa*.
- Ribeiro, N. M. da R. (2014). *A relação entre o Governo das Sociedades e a Responsabilidade Social: Estudo de caso das empresas cotadas no PSI20*. Instituto Politécnico do Porto.
- Robalo, A. R. (2014). *O Corporate Governance das Empresas Familiares: A perspetiva de um código*.
- Rodrigues, E. N. (2012). *Corporate Governance: A Relação entre As Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas na Euronext Lisbon*. UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA.
- Sánchez, L. P. C., & Barroso-Castro, C. (2015). It is useful to consider the interlocks according to the type of board member (executive or non-executive) who possesses them? Their effect on firm performance. *Revista Europea de Direccion y Economia de La Empresa*, 24(3), 130–137.
- Santos, F. A Informação, a Gestão e as Empresas Cotadas na Perspectiva do

- Governo das Sociedades, CMVM, Lisboa. (2003).
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornill, A. (2009a). Analysing qualitative data. In *Research methods for business students* (5th ed., pp. 480–525). Pearson Education.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornill, A. (2009b). Formulating the research design. In *Research methods for business students* (5th ed., pp. 136–167). Pearson Education.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornill, A. (2009c). Selecting Samples. In *Research methods for business students* (5th ed., pp. 210–254). Pearson Education.
- Şener, İ., & Karaye, A. B. (2014). Board Composition and Gender Diversity: Comparison of Turkish and Nigerian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 150, 1002–1011.
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A., & Monteiro, M. A. (2006). *Livro branco sobre Corporate Governance em Portugal* (Instituto).
- Tang, J. (2017). CEO duality and firm performance: The moderating roles of other executives and blockholding outside directors. *European Management Journal*, 35(3), 362–372.
- Thomsen, S., & Conyon, M. J. (2012). *Corporate Governance: Mechanisms and Systems*.
- Williams, C. (2007). *Research Methods*, 5(3), 65–72.
- Zattoni, A., & Judge, W. (2012). *Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective*. Cambridge: Cambridge University Press.

# Apêndices

## Apêndice 1: Dados recolhidos sobre as estruturas acionistas

Empresas	Tipo de acionista dominante	Representação social do acionista maioritário (%)	Estrutura de Capital
Altri SGPS	Empresas	20,95	Disperso
Millenium BCP	Empresas	27,06	Disperso
Corticeira Amorim SGPS	Famílias	51	Concentrado
CTT	Investidores	69,31	Disperso
EDP	Empresas	23,27	Disperso
EDP Renováveis	Empresas	83	Concentrado
Galp SGPS	Empresas	33,34	Disperso
Ibersol SGPS	Empresas	54,92	Concentrado
Jerónimo Martins SGPS	Famílias	56,14	Concentrado
Mota Engil SGPS	Famílias	64,67	Concentrado
NOS SGPS	Empresas	52,15	Concentrado
Pharol SGPS	Investidores	58,69	Disperso
REN SGPS	Investidores	38,50	Disperso
SAG Gest SGPS	Empresas	80,08	Concentrado
Semapa SGPS	Empresas	27,55	Disperso
Sonae SGPS	Famílias	52,69	Concentrado
Sonae Capital SGPS	Famílias	62,71	Concentrado
The Navigator	Empresas	69,40	Concentrado

**Tabela 17:** Dados recolhidos sobre as estruturas acionistas das empresas do PSI-20;

**Fonte:** elaboração própria;

## Apêndice 2: Dados recolhidos sobre diversidade nos conselhos de administração

Empresas	Nº de mulheres	Nº de homens	Nº de administradores estrangeiros	Nº de administradores portugueses
Altri SGPS	2	5	0	7
Millenium BCP	3	16	2	17
Corticeira Amorim SGPS	2	4	0	6
CTT	4	9	2	11
EDP	2	19	9	12
EDP Renováveis	1	16	5	12
Galp SGPS	3	16	3	16
Ibersol SGPS	0	3	1	2
Jerónimo Martins SGPS	1	8	4	5
Mota Engil SGPS	3	14	0	17
NOS SGPS	4	12	1	15
Pharol SGPS	1	10	4	7
REN SGPS	2	10	4	8
SAG Gest SGPS	1	7	0	8
Semapa SGPS	0	11	0	11
Sonae SGPS	3	6	5	4
Sonae Capital SGPS	2	5	0	7
The Navigator	0	14	0	14

**Tabela 18:** Dados recolhidos sobre diversidade nos conselhos de administração das empresas do PSI-20;

**Fonte:** elaboração própria

### Apêndice 3: Dados recolhidos sobre a administração e supervisão

Empresas	Modelos de governo das sociedades	Dualidade do CEO/ <i>Chairman</i>	Dimensão do conselho de administração	Nº de membros executivos	Nº de membros não-executivos	Nº de membros independentes
Altri SGPS	Monista/Latino ( <i>one-tier board</i> )	São os mesmos	7	4	3	0
Millenium BCP	Anglo-saxónico ( <i>one-tier board</i> )	São diferentes	19	8	11	6
Corticeira Amorim SGPS	Monista/Latino ( <i>one-tier board</i> )	São os mesmos	6	3	3	0
CTT	Anglo-saxónico ( <i>one-tier board</i> )	São diferentes	13	5	8	7
EDP	Dualista ( <i>two-tier board</i> )	São diferentes	21	8	13	11

EDP Renováveis	Anglo-saxónico ( <i>one-tier board</i> )	São diferentes	17	4	13	10
Galp SGPS	Monista/Latino ( <i>one-tier board</i> )	São diferentes	19	7	12	5
Ibersol SGPS	Monista/Latino ( <i>one-tier board</i> )	São os mesmos	3	2	1	1
Jerónimo Martins SGPS	Anglo-saxónico ( <i>one-tier board</i> )	São os mesmos	9	1	8	4
Mota Engil SGPS	Monista/Latino ( <i>one-tier board</i> )	São diferentes	17	8	9	3
NOS SGPS	Monista/Latino ( <i>one-tier board</i> )	São diferentes	16	6	10	1
Pharol SGPS	Monista/Latino ( <i>one-tier board</i> )	São os mesmos	11	1	10	7
REN SGPS	Anglo-saxónico ( <i>one-tier board</i> )	São os mesmos	12	3	9	4
SAG Gest SGPS	Monista/Latino	São diferentes	8	3	5	0

	<i>(one-tier board)</i>					
Semapa SGPS	Monista/Latino <i>(one-tier board)</i>	São os mesmos	11	4	7	3
Sonae SGPS	Monista/Latino <i>(one-tier board)</i>	São os mesmos	9	2	7	7
Sonae Capital SGPS	Monista/Latino <i>(one-tier board)</i>	São diferentes	7	3	4	2
The Navigator	Monista/Latino <i>(one-tier board)</i>	São diferentes	14	5	9	0

**Tabela 19:** Dados recolhidos sobre administração e supervisão das empresas do PSI-20;

**Fonte:** elaboração própria;