



**FEP** FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DO PORTO

**AS VARIÁVEIS DETERMINANTES NA ESCOLHA DO MODELO  
DE CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL**

por

**Cláudia Dionísia Brandão Batista**

Tese do Mestrado em Finanças

Orientada por

Professor Doutor Jorge Bento Ribeiro Barbosa Farinha

Faculdade de Economia

Universidade do Porto

Porto, 2009

## **NOTA BIOGRÁFICA:**

Cláudia Dionisia Brandão Batista, natural de Castelões de Cepeda em Paredes e nascida a 29 de Março de 1979

Licenciada em Gestão pela Faculdade de Economia do Porto em 2002, com a classificação final de 15 valores. Inicia o Mestrado em Finanças na mesma Universidade no ano de 2006 e conclui a componente curricular em 2007, com a classificação de 15 valores. A dissertação de tese tem como finalidade o estudo das variáveis que influenciam a escolha do modelo de Corporate Governance.

A carreira profissional inicia-se com estágio no balcão de Paredes do Banco BPI SA, antes da conclusão da Licenciatura. Após a conclusão da Licenciatura em Outubro de 2002, inicia a sua carreira profissional com um programa de bolsiros para gestores de conta de empresários e Negócios, no Banco BPI SA. Em Abril de 2003 termina a bolsa e inicia o seu trabalho no balcão da Lixa como gestora de conta de empresários e negócios, no qual era responsável pela gestão de uma carteira de empresas e empresários. Em Abril de 2005 muda para o balcão de Paredes da mesma Instituição, desempenhando a mesma função. Em Fevereiro de 2009 muda para o balcão de Felgueiras, no qual desempenha actualmente a função de Gerente e é responsável pela gestão do balcão.

## **AGRADECIMENTOS:**

Gostaria de agradecer à minha família, amigos e colegas de trabalho pelo seu apoio ao longo da realização deste trabalho. Queria agradecer em particular aos meus pais e meus irmãos, Belinha, Francisco e Nanecas, cunhado Rui pela sua paciência, determinação e incentivos em ajudar-me. Também meu namorado, Pedro, que ajudou-me e me incentivou a concluir a tese.

Ao Banco BPI pelo subsidiação desta formação e de uma forma geral, aos professores que me transmitiram o seu conhecimento, como o Professor Manuel Oliveira Marques, Professora Ana Paula Serra Phd, e em particular ao meu orientador, Professor Jorge Farinha Phd, por todo o apoio técnico que prestou e disponibilidade que sempre demonstrou.

## **ABSTRACT**

In this paper, two corporate governance models are compared - the Anglo-Saxon and the Continental European models. We analysed the principal differences between the two models of Corporate Governance.

This work studies the variables that influence the models of corporate Governance in Portugal. Using a sample of 41 company quoted in PSI we analysed the relation between six variables and the models of Corporate Governance Portuguese (Monist, Anglo-Saxon and Dualistic). Although we only find relationship between variable public capital and the models of Corporate Governance the model is globally significant.

## INDICE

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	1
<b>2. REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	4
<b>2.1. CONCEITO CORPORATE GOVERNANCE</b> .....	4
<b>2.2. OS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE</b> .....	5
<b>2.2.1. O MODELO ANGLO-SAXÓNICO</b> .....	5
<b>2.2.2. MODELO CONTINENTAL</b> .....	6
<b>2.3. DIFERENÇAS NA ESTRUTURA EMPRESARIAL DOS PAÍSES QUE ADOPTAM DIFERENTES MODELOS</b> .....	7
<b>2.4. AS INFLUÊNCIAS DOS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE NO DESEMPENHO DA EMPRESA</b> .....	9
<b>2.5. DIVERSIDADE DE MODELO DE CORPORATE GOVERNANCE NA EUROPA</b> .....	11
<b>2.6. OS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL</b> .....	12
<b>2.6.1. CARACTERIZAÇÃO DOS 3 MODELOS:</b> .....	15
<b>2.6.1.1. MODELO LATINO (MONISTA)</b> .....	15
<b>2.6.1.2. MODELO ANGLO-SAXÓNICO</b> .....	16
<b>2.6.1.3. MODELO DUALISTA</b> .....	17
<b>2.6.2. OS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE E A TEORIA DE AGÊNCIA</b> .....	18

<b>3. DESCRIÇÃO DA BASE DE DADOS E METODOLOGIA:</b> .....	19
<b>3.1. DESCRIÇÃO DA AMOSTRA</b> .....	19
<b>3.2. CARACTERÍSTICA DA AMOSTRA</b> .....	23
<b>3.3. METODOLOGIA</b> .....	24
<b>3.3.1. O MODELO ESTATÍSTICO ADOPTADO</b> .....	24
<b>3.3.2. AS VARIÁVEIS</b> .....	26
<b>CONCENTRAÇÃO ACCIONISTA</b> .....	26
<b>ESTRUTURA FINANCEIRA</b> .....	28
<b>ROE</b> .....	29
<b>CRESCIMENTO DA EMPRESA</b> .....	30
<b>PSI</b> .....	31
<b>3.4. EVIDÊNCIA EMPÍRICA</b> .....	34
<b>3.4.1. RESULTADOS EMPÍRICOS DO MODELO BASE</b> .....	34
<b>3.4.2. RESULTADOS EMPÍRICOS DO MODELO COM UMA VARIÁVEL INDEPENDENTE – CAPITAIS PÚBLICOS</b> .....	40
<b>3.4.3. RESULTADOS EMPÍRICOS DO MODELO COM EXCLUSÃO DA VARIÁVEL ESTRUTURA FINANCEIRA</b> .....	42
<b>4. CONCLUSÃO</b> .....	44
<b>5. BIBLIOGRAFIA</b> .....	46
<b>6. ANEXOS</b> .....	49

## INDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1: Estrutura do Modelo Anglo Saxónico .....</b>	<b>6</b>
<b>Figura 2: Estrutura do Modelo Continental .....</b>	<b>6</b>
<b>Figura 3: Modelos de Corporate Governance adoptados em Portugal desde 2007</b>	<b>14</b>
<b>Figura 4: Modelo Monista ou Latino .....</b>	<b>15</b>
<b>Figura 5: Modelo Anglo-Saxónico .....</b>	<b>16</b>
<b>Figura 6: Modelo Dualista .....</b>	<b>177</b>
<b>Figura 7: Distribuição do nº empresas do PSI com sede em Portugal pelos diferentes modelos de Corporate Governance .....</b>	<b>21</b>
<b>Figura 8: Peso das empresas da amostra em cada sector económico .....</b>	<b>23</b>
<b>Figura 9: Peso das empresas da amostra no PSI.....</b>	<b>23</b>

## INDICE DE TABELAS

<b>Tabela 1: Características das estruturas empresariais das empresas adoptam os modelos de Corporate Governance.....</b>	<b>18</b>
<b>Tabela 2: Modelos de Corporate Governance adoptados em empresas Portugueses cotadas no PSI em 2005.....</b>	<b>12</b>
<b>Tabela 3: Risco de Agência e os Modelos de Corporate Governance.....</b>	<b>18</b>
<b>Tabela 4: Empresas do PSI com sede em Portugal .....</b>	<b>19</b>
<b>Tabela 5: Empresas do PSI com sede fora de Portugal .....</b>	<b>20</b>
<b>Tabela 6: Resumo das hipóteses de relação entre Variáveis explicativa e Dependente do Modelo.....</b>	<b>33</b>
<b>Tabela 7: Dados da Amostra.....</b>	<b>34</b>
<b>Tabela 8 – Estatísticas Descritivas.....</b>	<b>35</b>
<b>Tabela 9 – Variáveis do Modelo – Significância e Odds Ratio .....</b>	<b>36</b>
<b>Tabela 10: Teste Omnibus .....</b>	<b>37</b>
<b>Tabela 11: Teste Hosmer e Lemeshow .....</b>	<b>38</b>
<b>Tabela 12: Estatística sobre utilidade do Modelo .....</b>	<b>38</b>
<b>Tabela 13: Previsão do Modelo.....</b>	<b>38</b>
<b>Tabela 14 – Matriz de Correlações .....</b>	<b>34</b>
<b>Tabela 15: Modelo e dados estatístico do modelo com uma variável independente</b>	<b>40</b>
<b>Tabela 16: Previsão do Modelo.....</b>	<b>40</b>

**Tabela 17 - Modelo e dados estatístico.....42**

**Tabela 18 - Previsão do Modelo .....43**

## 1. INTRODUÇÃO

Desde há muito tempo que as empresas tentam resolverem o problema do Corporate Governance, mas sua discussão científica teve verdadeiramente início nos EUA em 1932, com a publicação do artigo de Adolph Berle e Gardiner Means denominado “*The Modern Corporation and Private Property*”, fruto da grande crise de 1929. Este artigo fundamentou a elaboração do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, ambos ainda em vigor.

Mas a maior preocupação e as intervenções vieram após escândalos societários como o colapso da Enron, e dos escândalos da WorldCom, Vivendi, Parmalat.

Na Europa a preocupação com as questões do Corporate Governance teve origem no Reino Unido em 1992, com a publicação do Relatório Cadbury, como reacção a escândalos societários britânicos (BCCI, Mirror Group) e o qual teve impacto em diversos países.

Em Portugal a preocupação com o Corporate Governance ocorreu em 1999 com aprovação da CMVM de 17 recomendações relativas a regras de conduta a observar no exercício do Corporate Governance das empresas admitidas à negociação.

Mas afinal, o que é o Corporate Governance? Existem várias definições e uma delas de Tyrell et al que defende “Corporate Governance ou o seu sinónimo controlo da empresa é um conceito complexo. No contexto da empresa o Corporate Governance refere-se à totalidade dos mecanismos institucionais e organizacionais e ao correspondente processo de decisão, intervenção e controlo de direitos que servem para resolver o conflito de interesses entre vários grupos que permanecem e estão relacionados com a empresa.

A análise da função de gestão e de controlo sobre diferentes modelos de Corporate Governance foi um dos primeiros e mais importantes temas de investigação. Existem vários modelos de Corporate Governance mas os dois principais são o Modelo Anglo-saxónico e Continental.

As diferenças principais dos dois modelos estão relacionados com a estrutura da propriedade, controlo e o papel dos accionistas maioritários e minoritários e gestores, aspectos directamente relacionados com a problemática da Teoria de Agência. Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como a delegação de poder e de capacidade de decisão entre o proprietário (principal) e o agente, duas entidades que prosseguem interesses diferentes. Como quem detém a empresa não é necessariamente a mesma entidade que a controla, associado ao facto de os contratos serem relativamente incompletos relativamente à definição das funções de cada parte (preponderantemente, do agente), que se geram custos de agência.

O modelo de Corporate Governance adoptado em cada país é influenciado pelas características da estrutura empresarial.

Também em Portugal temos vindo a ter alterações, desde 2002, a nível dos modelos de Corporate Governance. As principais mudanças nos novos paradigmas dos modelos resumem-se essencialmente a três pontos:

- Orientação dos modelos para todas as partes interessadas e não apenas para os accionistas;
- Uma maior clara separação entre funções executivas e de supervisão ou contrario do modelo anterior com poder unitário centrado no Conselho de Administração.
- Maior independência e participação dos independentes na supervisão

Em 2006, a legislação Portuguesa foi actualizada para reflectir estas mudanças e o CSC passou a permitir a adopção de 3 modelos de Corporate Governance: Monista, Anglo-Saxónico e Dualista.

No estudo realizado pela CMVM em 2008 sobre as características das empresas cotadas em Portugal permitiu determinar algumas das variáveis explicativas que formam utilizados no modelo em estudo nesta dissertação. Um dos aspectos que consideramos importante destacar sobre esse estudo é as conclusões tiradas sobre a concentração accionistas das empresas cotadas no PSI:

- Em média, o maior accionista detinha 46,4% do capital das sociedades cotadas.
- Em 25 empresas o maior accionista detinha mais de 50% do capital social;
- Só em 4 empresas é que o maior accionista detinha menos de 10% do capital social.
- Considerando a concentração nos 5 maiores accionistas, eram apenas 7 as sociedades em que detinham menos de 50% do respectivo capital.
- Em média, os 5 maiores accionistas detinham 70,3% do capital das sociedades.

O estudo da nossa dissertação incidiu sobre a análise de variáveis explicativas que influenciam a escolha do modelo de Corporate Governance nas empresas cotadas Portuguesas. Este tema não tem sido muito explorado e por isso pode constituir um ponto de partida para outras análises.

A dissertação iniciou-se com este texto introdutório. No segundo ponto foi efectuada a contextualização teórica e a revisão da literatura relevante sobre o tema Corporate Governance e dos modelos principais existentes quer a nível global, quer em Portugal. No capítulo seguinte efectuamos uma descrição sobre a amostra, a metodologia utilizada nomeadamente o modelo estatísticos e as variáveis utilizadas. Neste mesmo capítulo foi analisada os principais resultados empíricos do modelo. No último capítulo evidenciamos as principais conclusões retiradas deste estudo.

## **2. REVISÃO DE LITERATURA**

### **2.1. CONCEITO CORPORATE GOVERNANCE**

O conceito de Corporate Governance é recente, dos finais do Sec. XX e princípios do Sec. XXI. Há uma grande variedade de definições destes conceitos, mas todas sublinham a necessidade de alinhamento entre gestores/auditores e accionistas.

A definição mais utilizada é da OCDE “ A Corporate Governance é o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A sua estrutura específica, a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes da empresa: o conselho de administração, os gestores, os accionistas e outros intervenientes ditam as regras e procedimentos para a tomada de decisão nas questões da gestão da empresa. E desta forma fornece a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objectivos e as formas de o atingir e monitorizar o seu desempenho.

Segundo Shleifer e Vishny (1997) “*Corporate Governance deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*”.

De acordo com *Franks e Mayer* (1996), a diferença nos modelos dos diferentes países não ocorre por causa da forma como os sistemas financeiros são usados para financiar as empresas, mas devido à forma como a propriedade e o controlo são organizadas.

O Corporate Governance não é apenas sobre a estrutura do conselho de administração e o alinhamento de interesses, mas grande parte da sua importância advém da percepção dos benefícios em termos de captação e retenção de capital.

Existem vários modelos de Corporate Governance porque as empresas operam em diferentes contextos de negócios. Os dois principais modelos de Corporate Governance baseiam-se nos sistemas Anglo-Saxónicos (EUA e Reino Unido) e Continental que adoptam as características dos países Latinos e alemão

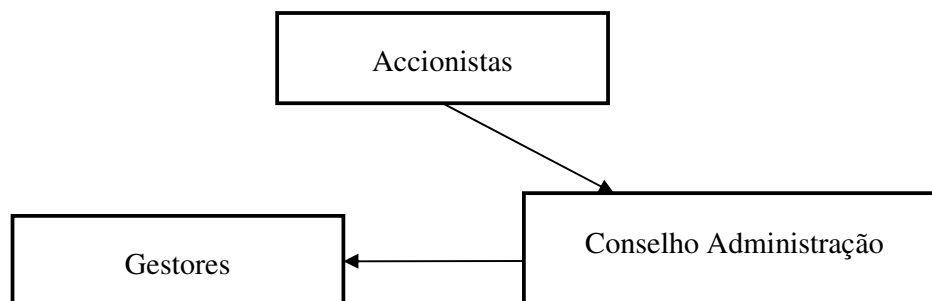
## 2.2. OS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE

### 2.2.1. O MODELO ANGLO-SAXÓNICO

O modelo Anglo-saxónico é típico dos países Anglo-Saxónicos e é baseado no conceito de capitalismo de mercado. É fundado na crença do auto-interesse e de que os mercados descentralizados podem funcionar como auto-regulador de forma balanceada. Este modelo é baseado e reforçado pelo comportamento orientado para o lucro, luta por sucesso, empreendedorismo e gestão.

As características principais deste modelo são a dispersão do capital e a delegação das responsabilidades de gestão. Este sistema dá a possibilidade do controlo efectivo através de acordos entre os accionistas mas não via accionistas individualmente (Beche e Mayer 2001; Blair 1995). Apesar da propriedade e controlo estarem separados, os accionistas minoritários têm protecção. A estrutura accionista é mais dispersa e a influência dos accionistas na gestão é reduzida. Para este modelo funcionar é necessário proteger os accionistas individuais através de regulação rigorosa sobre a divulgação de informação e *inside trading*. É um modelo de One Tier com um único órgão principal, o Conselho de Administração. O Conselho de Administração é constituído por administradores independentes não executivos que não se podem alinhar com os interesses dos accionistas maioritários, mas de todos os accionistas. (Coombs e Watson, 2001; La Porta et al, 1999).

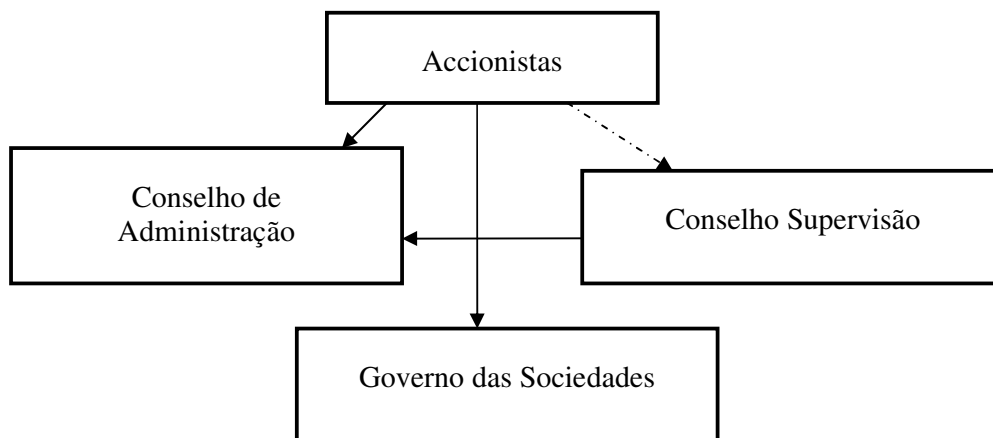
**Figura 1: Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico**



### 2.2.2. MODELO CONTINENTAL

O modelo Continental é adotado na Alemanha e nos países Latinos. O princípio subjacente a este modelo é a teoria da empresa na perspectiva do accionista. Este modelo considera não apenas os interesses dos accionistas, como tem um papel importante no Corporate Governance. Geralmente são os accionistas mais importantes que têm parte activa no estratégico processo de tomada de decisão. É um modelo de Double Tier (dois órgãos): conselho de administração e o conselho geral (conselho de supervisão). Este modelo permite vários canais para lidar com os problemas de agência de gestor-accionistas.

**Figura 2: Estrutura do Modelo Continental**



O modelo continental considera que a empresa tem uma vontade independente, isto é, na teoria o que é bom para a empresa pode não ser bom para os accionistas. Estas diferenças influenciam as leis particulares como os direitos dos accionistas, o papel do capital estatutário e a responsabilidade do conselho de Administração.

## 2.3. DIFERENÇAS NA ESTRUTURA EMPRESARIAL DOS PAÍSES QUE ADOPTAM DIFERENTES MODELOS

**Tabela 1: Características das estruturas empresariais das empresas adoptam os modelos de Corporate Governance**

Características	Anglo-saxónico	Continental
Estrutura Accionista	A estrutura accionista é dispersa. Os dividendos prioritários.	Os accionistas maioritários são empresas e bancos. Os dividendos menos prioritários
Papel dos Bancos	Os bancos têm um papel minoritário na estrutura accionista.	São importantes no controlo e nas finanças da empresa
Empresas controladas pelas famílias	Geralmente há separação entre a propriedade e gestão	A propriedade familiar apenas importante para empresas médias e pequenas.
Conselho Gestão	<i>One tier board</i>	<i>Two tier board</i> : separação das responsabilidades executivas e de supervisão
Mercado para controlo empresarial	Os takeovers são o mecanismo correctivo para falhas na gestão	Restrições ao takeover
Papel da Bolsa	Papel forte	Reduzido

Geralmente as empresas nos países que adoptam modelos de Corporate Governance anglo-saxónicos têm maior dimensão e geralmente uma grande percentagem de acções representa uma grande parte do capital. A estrutura accionista é dispersa. Nos Países Continentais uma grande percentagem dos accionistas detém mais de 50% do capital. *Franks e Mayer (1996)* referem que os Países Anglo-Saxónicos têm uma grande percentagem de empresas cotadas, enquanto os Países Continentais apenas tem uma pequena percentagem de empresas cotadas.

Uma outra diferença entre da estrutura empresarial dos dois modelos de Corporate Governance é a identidade dos accionistas. Nos países Anglo-Saxónicos a estrutura accionista é essencialmente constituída por empresas e particulares privados. Enquanto nos países continentais grande parte das empresas são detidas por institucionais (mais de 50%). Esta diferença é explicada pela regulação existente nos países anglo-

saxónicos, muitos institucionais não estão autorizados a deter publicamente participações em empresas cotadas e agem como agentes.

A terceira diferença é o nº de empresas cotadas face ao nº total de empresas existentes no país. Nos países Anglo Saxónicos uma grande parte das empresas estão cotadas, o significa que muitas empresas têm pouco contacto com os seus accionistas. Nos países Continentais existem menos empresas cotadas. Existe uma relação pessoal mais forte entre a gestão e os accionistas, em muitos casos não existe separação.

A estrutura de propriedade das empresas nos países Continentais não é tão transparente como nos países Anglo-saxónicos. A regulação como leis anti-trust e “*arms lenght rule*” entre empresa mãe e filias têm limitado a complexidade da estrutura de propriedade em países Anglo-Saxónicos.

Os modelos distinguem-se pela confiança existente nos accionistas das empresas com estruturas familiar ou “*bank finance*”, apesar do Conselho de Administração e os controladores dos interesses dos accionistas coincidirem o que resulta num mercado de capitais ilíquidos, concentrado e contra actividades de *Takeover* (Coombs e Watson, 2001; La Porta e tal, 1999).

Uma última diferença está relacionada com os conselhos ou órgãos de gestão, no modelo Anglo-saxónico é um conselho de *Single Tier*, os membros dos órgãos executivos e não executivos trabalham juntos. O *Chairman* e CEO trabalham muito próximos e existe algumas comissões de auditoria e de remunerações. O modelo Continental é um modelo de *Two Tier*. O Conselho de Supervisão é constituído por membros não-executivos. O conselho de supervisão é totalmente independente do órgão de gestão.

## **2.4. AS INFLUÊNCIAS DOS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE NO DESEMPENHO DA EMPRESA**

As diferenças no ponto anterior são as principais razões das diferenças entre os modelos de Corporate Governance. Devido à baixa concentração accionista nos países anglo-saxónicos, a maioria dos accionistas não têm poder significativo em nenhuma empresa, o que deixa a gestão com o poder de decidir os assuntos relacionados com a empresa. Nos modelos Continentais, poucos accionistas detêm uma grande percentagem das acções e vão usar esse poder para controlar a empresa e tomar decisões. No modelo Anglo-saxónico a gestão tem o poder de tomar decisões e essas decisões frequentemente são de acordo com os seus interesses, o que leva a problemas de agência decorrentes do sobre investimento. Os gestores preferem aumentar a empresas via através do sobre investimento (efectuando projecto com VAL inferior a zero) porque isto aumenta o seu poder. O sobre investimento aumenta o poder dos gestores, mas diminui a riqueza dos accionistas porque os gestores vão investir mesmos que as perspectivas de lucro sejam reduzidas *Jensen* (1986).

A investigação de *Maug* (1998) sobre a liquidez dos países que adoptam o Modelo anglo-saxónicos realça o desempenho e a importância do Corporate Governance na empresa. Devido à liquidez do mercado, os accionistas são capazes de desinvestir se receberem informação adversa sobre a empresa. Nos países continentais, em que existem poucas empresas cotadas, os accionistas são forçados a manter os seus investimentos e são capazes de usar o seu poder de voto para influenciar o desempenho da empresa.

O *Renneboog* (1986) defende que o poder de voto é disperso, nos países Anglo-saxónico e desta forma o problema do *free-riding* pode ocorrer. Isto significa que um único accionista vai suportar o custo do controlo, mas apenas beneficiar com uma parte da empresa. Como os custos de controlo excedem os benefícios, os accionistas tendem a não tomar nenhuma acção. Desta forma, a gestão vai dominar na empresa.

O modelo de CO anglo-saxónico delega grande poder na gestão e tende a produzir uma orientação de curto prazo para a gestão. Pelo menos uma vez por ano, os gestores têm

de reportar aos accionistas, o que leva os gestores a tomarem decisões que são benéficas apenas no curto prazo.

Como o modelo Continental garante grande poder a poucos accionistas, estes vão reter controlo sob a empresa e tomar decisões que reforçam o lucro da empresa e não aumentam a dimensão da empresa via grandes investimentos. Geralmente investem numa perspectiva de longo prazo.

Uma desvantagem do Modelo Continental para as empresas é as menores fontes de financiamento. Neste modelo a transferência de *cash flow* de uma empresa para outra é uma prática comum devido à falta de transparência, as empresas são capazes de transferir *cash flow* de uma empresa com bom desempenho para outra empresa com mau desempenho.

Um aspecto que tem vindo a ser alvo do estudo em termos de impacto do desempenho da empresa é a estrutura dos conselhos de gestão. Enquanto no contexto do modelo Anglo-saxónico o conselho de Administração tem de controlar a gestão devido ao seu poder na empresa, no modelo Continental é um organismo independente criado para minimizar o poder dos maiores accionistas. Desta forma a estrutura do conselho vai ser diferente e influenciar o desempenho da empresa. Vários autores estudaram o impacto da estrutura do conselho de gestão no desempenho da empresa. *Lipton e Lorsch* (1992) defendem que máximo de membros dos conselhos de administração deve ser 10. Um conselho de menor dimensão trabalha melhor e pode ser menos manipulado pelos gestores. Diferentes autores chegam a diferentes conclusões para explicar a relação existente o nº. de *insiders* e *outsiders* e o desempenho da empresa. *Vance* (1968) e *Pfeffer* (1972) descobriram que uma grande percentagem de *outsiders* está negativamente relacionada com o desempenho da empresa. *Klein* (1998) descobriu uma relação positiva entre a existência de administradores internos e o desempenho da empresa. *Baysinger e Butler* (1985) não partilharam a mesma opinião e detectaram que a empresa que era dominada por administradores não executivos tinham melhor desempenho.

## 2.5. DIVERSIDADE DE MODELO DE CORPORATE GOVERNANCE NA EUROPA

Qual o modelo Corporate Governance adoptado na Europa?

As opiniões dividem-se entre se o Modelo Anglo-saxónico ou Continental é o mais adequado e opinião depende das características que são consideradas mais importantes. Dada a diferentes visões sobre as mudanças no Corporate Governance, o actual processo de Europeização do Corporate Governance levantou várias questões. Estas questões estão relacionadas com a política de convergência levada a cabo na EU e sendo assim qual o caminho e o modelo para a convergência. Estamos a assistir a harmonização dos vários modelos nacionais de Corporate Governance dentro das linhas do sistema Anglo-Saxónico? Ou o modelo Europeu de Corporate Governance é mais parecido com o Modelo Continental?

Apesar da tendência de convergência na Europa ainda permanecem diferenças significativas em termos na estrutura da propriedade e controlo do Corporate.

As principais questões relacionadas com Corporate Governance, a nível europeu estão com a dispersão entre 30 directivas comunitárias.

Da análise das acções específicas levadas a cabo para a europeização do Corporate Governance, parece que o modelo de Corporate Governance promovido ao nível europeu é uma mistura de elementos do Anglo-saxónico e Continental. Apesar das diferenças, é impossível de distinguir 2 padrões distintos entre os países da EU. Estas diferenças e a escolha do modelo são influenciadas por difentes aspectos:

- As formas como as leis são aplicadas;
- Os modos de compensação dos executivos;
- A frequência e forma como o *takeovers* e fusão são geridos;
- Os padrões de propriedade;
- A importância do mercado bolsista no país;
- A concentração accionista;

## 2.6. OS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL

Os primeiros modelos Portugueses de Corporate Governance foram os modelos Monistas orientados essencialmente para os accionistas, com raízes no modelo Continental. Um modelo de poder unitário: havia uma concentração na mesma pessoa de funções executivas de supervisão. O conselho de Administração era o único órgão de gestão. Não havia independência da supervisão e uma deficiente protecção dos pequenos accionistas e *stakeholders*. O modelo era constituído por apenas dois órgãos: o conselho de Administração e o Conselho Fiscal ou Fiscal único.

Antes da entrada em vigor do novo quadro legislativo, todas as empresas cotadas Portuguesas adoptavam o Modelo Monista, a única diferença em termos de órgãos sociais era se possuíam fiscal único ou não.

**Tabela 2: Modelos de Corporate Governance adoptados em empresas Portugueses cotadas no PSI em 2005**

Empresas	Modelo
ALTRI SGPS	Modelo Monista Fiscal Único
B.ESPIRITO SANTO	Modelo Monista
BANCO BPI	Modelo Monista
BANIF-SGPS	Modelo Monista
BENFICA SAD	Modelo Monista Fiscal Único
BRISA	Modelo Monista
CIMPOR, SGPS	Modelo Monista
CIRES	Modelo Monista Fiscal Único
COFINA, SGPS	Modelo Monista Fiscal Único
COMPTA	Modelo Monista
CORTICEIRA AMORIM	Modelo Monista Fiscal Único
ESTORIL SOL	Modelo Monista
FINIBANCO, SGPS	Modelo Monista
FISIPE	Modelo Monista
FCP SAD	Modelo Monista
GALP ENERGIA-NOM	Modelo Monista Fiscal Único
GLINTT	Modelo Monista Fiscal Único
IBERSOL, SGPS	Modelo Monista Fiscal Único
IMOB.C GRAO PARA	Modelo Monista Fiscal Único
IMPRESA, SGPS	Modelo Monista Fiscal Único
INAPA-INV.P.GESTAO	Modelo Monista Fiscal Único
J.MARTINS, SGPS	Modelo Monista Fiscal Único
LISGRAFICA	Modelo Monista Fiscal Único

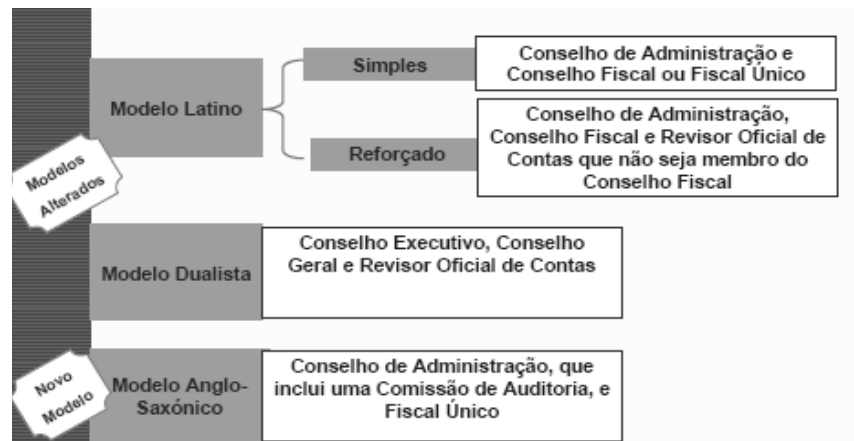
<b>Empresas</b>	<b>Modelo</b>
MARTIFER	Modelo Monista Fiscal Único
MEDIA CAPITAL	Modelo Monista Fiscal Único
MOTA ENGIL	Modelo Monista Fiscal Único
NOVABASE, SGPS	Modelo Monista
OREY ANTUNES ESC.	Modelo Monista Fiscal Único
P.TELECOM	Modelo Monista
PAP.FERNANDES	Modelo Monista
PORTUCEL	Modelo Monista Fiscal Único
REDITUS, SGPS	Modelo Monista
REN	Modelo Monista Fiscal Único
S.COSTA	Modelo Monista
SAG GEST	Modelo Monista Fiscal Único
SEMAPA	Modelo Monista Fiscal Único
SONAE IND.SGPS	Modelo Monista Fiscal Único
SONAE, SGPS	Modelo Monista Fiscal Único
SONAECOM, SGPS	Modelo Monista Fiscal Único
SPORTING FC	Modelo Monista
SUMOLIS	Modelo Monista Fiscal Único
TEIXEIRA DUARTE	Modelo Monista Fiscal Único
TOYOTA CAETANO	Modelo Monista Fiscal Único
VAA VISTA ALEGRE	Modelo Monista Fiscal Único
ZON MULTIMEDIA	Modelo Monista Fiscal Único

Nos últimos anos a CMVM propôs alterações nos modelos das governações com o intuito de ajustar a legislação portuguesa às recomendações da Comissão Europeia. Actualmente o novo código das Sociedades Comerciais prevê a existência 3 modelos opcionais de Corporate Governance:

- Dois Modelos de One Tier
  - Modelo Latino Ou Monista (Simple e Reforçado)
  - Modelo Anglo-Saxónico
- Modelo Dualista (Double Tier)

O modelo Latino e Anglo-Saxónico baseiam-se nos princípios do modelo Anglo-Saxónico descrito anteriormente e o Modelo Dualista baseia-se no Modelo Continental.

**Figura 3: Modelos de Corporate Governance adoptados em Portugal desde 2007**



## 2.6.1. CARACTERIZAÇÃO DOS 3 MODELOS:

### 2.6.1.1. MODELO LATINO (MONISTA)

O modelo Latino é constituído por 3 órgãos, a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e o Conselho Fiscal ou Fiscal Único. No caso do Modelo Latino Reforçado inclui o ROC. O Conselho de Administração é constituído por membros executivos e não executivos. Os membros do conselho fiscal são a maioritariamente independentes. Os membros deste órgão têm de possuir qualificações e experiência necessária para exercer a sua função. É considerado um membro independente quem não está associado a qualquer grupo de interesses nem se encontra em situação susceptível de afectar a sua isenção.

A característica mais importante deste modelo é a unificação no mesmo órgão da monitorização e gestão. A decisão final da composição órgãos do controlo e gestão é feita em Assembleia Geral pelos Accionistas. A assembleia Geral pode remover a qualquer momento os membros do conselho de Administração.

Há quem defenda que este modelo não é aconselhado para sistemas legais dominados por grupo de accionistas forte e controladores, o que pode conduzir a custo de agência entre os accionistas.

**Figura 4: Modelo Monista ou Latino**



### 2.6.1.2. MODELO ANGLO-SAXÓNICO

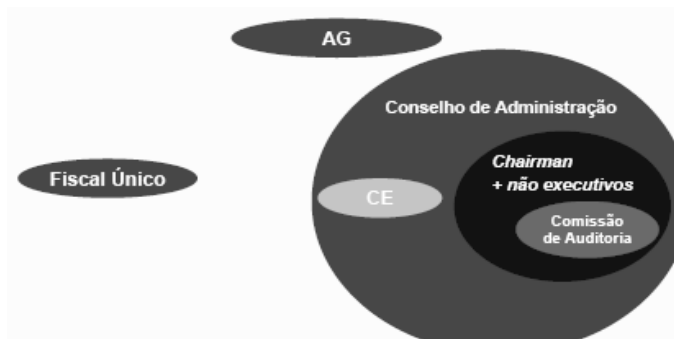
O Modelo Anglo-Saxónico é constituído por 3 órgãos, a Assembleia Geral, Fiscal Único e Conselho de Administração. O Conselho de Administração incorpora uma Comissão de Auditoria e Revisor Oficial de Contas. A competência do Conselho de Administração é gerir, a comissão de Auditoria é fiscalizar e a do ROC é auditar as contas. A fiscalização da actuação do Conselho de Administração é realizada pelo próprio órgão e não por nenhum órgão diferente. A principal vantagem deste modelo é quem fiscaliza é quem tem mais informação e mais fácil acesso à mesma.

Este modelo distingue-se do anterior pelo facto deste incluir uma comissão de Auditoria. Os membros da comissão de Auditoria são nomeados pela Assembleia e são no mínimo 3, administradores não executivos e pelo menos um dos administradores do CA tem de independente. Os membros da Comissão de Auditoria não podem ser removidos por simples resolução da Assembleia Geral. Para remover um membro da Comissão de Auditoria é necessário reunir três condições:

1. Justa Causa
2. A resolução da Assembleia Geral
3. A resolução da Assembleia Geral tem de ser aprovada em Tribunal

Estes mecanismos foram criados para proteger a independência das pessoas que desempenham a função de controlo. Este mecanismo pode conduzir a menores custo de agência, dado o órgão que fiscaliza ser independente da gestão.

**Figura 5: Modelo Anglo-Saxónico**



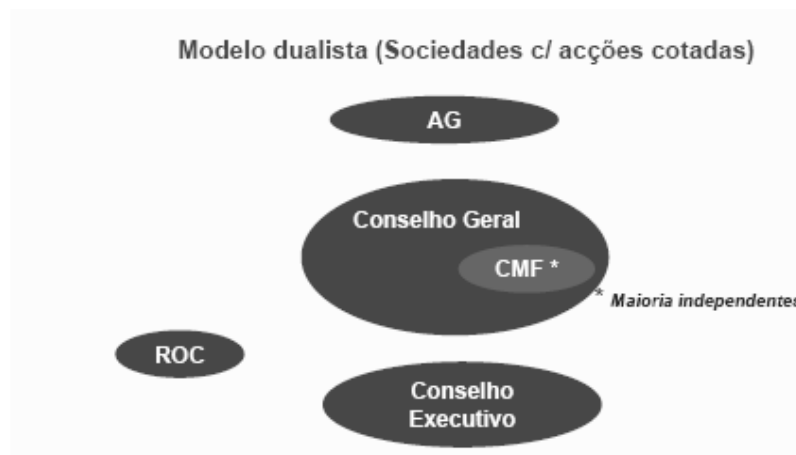
### 2.6.1.3. MODELO DUALISTA

Este modelo é constituído por 4 órgãos, a Assembleia Geral, o Conselho Geral, o Conselho Executivo e o ROC. Há uma alteração da designação do órgão executivo para “Conselho Executivo”, sendo os seus titulares designados de Administradores. O conselho Geral é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral que podem ser ou não accionistas. O conselho Executivo é composto por membros eleitos pelo conselho Geral ou pela Assembleia Geral.

Neste modelo existe uma maior separação entre a gestão e os detentores da propriedade, porque os membros dos órgãos de gestão (conselho executivo) não são directamente nomeados pela Assembleia Geral.

A principal característica deste modelo é limitada participação dos accionistas na tomada de decisões da empresa. O poder da Assembleia Geral é limitado a dois poderes: alteração dos estatutos e nomear e destituir membros do conselho Geral e Supervisão

**Figura 6: Modelo Dualista**



## 2.6.2. OS MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE E A TEORIA DE AGÊNCIA

Uma problemática que está intimamente relacionado com os Modelos de Corporate Governance e que já foi referido anteriormente é a teoria de agência. Tendo em conta o tipo de relação de agência vamos esquematizar qual o modelo de Corporate Governance adequado para minorizar este risco.

**Tabela 3: Risco de Agência e os Modelos de Corporate Governance**

<b>Problema de Agência</b>	<b>Modelo de Corporate Governance</b>
Accionista e Gestores	Nas empresas em que o risco de agência entre accionistas e gestores é maior o modelo Latino é o mais aconselhável. Neste modelo a selecção dos membros do Órgãos de Gestão e de controlo é feita pelos accionistas. Os accionistas em Assembleia-geral podem decidir a remoção dos administradores do CA. Os accionistas têm elevado poder dentro da empresa e por esse motivo o risco de custo de agência entre gestores e accionistas é muito menor.
Accionistas Minoritários e Accionistas Maioritários	O Modelo Dualista é o mais aconselhável quando uma empresa tem uma concentração pouco dispersa e existe o risco de agência entre accionistas. A estrutura deste modelo de Corporate Governance permite uma maior separação entre os órgãos de gestão e accionistas. Os órgãos de gestão não são nomeados directamente pelos accionistas. O poder dos accionistas é menor e a participação dos gestores é menos limitado.
Accionista Públicos e Outros Accionistas	O modelo Monista é o mais aconselhável, dado que é necessário um modelo que permita aos accionistas o controlo e monitorização da gestão, de forma a evitar e influência dos accionistas públicos na gestão.

### **3. DESCRIÇÃO DA BASE DE DADOS E METODOLOGIA:**

#### **3.1. DESCRIÇÃO DA AMOSTRA**

O objecto de análise desta dissertação é a determinação de variáveis influenciam a escolha do modelo de Corporate Governance nas empresas Portuguesas.

A amostra consiste na análise dos modelos de Corporate Governance nas empresas cotadas no PSI no ano 2007 e com sede em Portugal. Inicialmente foram consideradas 47 empresas cotadas no PSI em 2007.

**Tabela 4: Empresas do PSI com sede em Portugal**

ALTRI SGPS
B.COM.PORTUGUES
B.ESPIRITO SANTO
BANCO BPI
BANIF-SGPS
BENFICA SAD
BRISA
CIMPOR, SGPS
CIRES
COFINA, SGPS
COMPTA
CORTICEIRA AMORIM
EDP
ESTORIL SOL
FINIBANCO, SGPS
FISIPE
FUTEBOL CLUBE DO PORTO - FUTEBOL, SAD
GALP ENERGIA-NOM
GLINTT
IBERSOL, SGPS
IMOB.C GRAO PARA
IMPRESA, SGPS
INAPA-INV.P.GESTAO
J.MARTINS, SGPS
LISGRAFICA

MARTIFER
MEDIA CAPITAL
MOTA ENGIL
NOVABASE, SGPS
OREY ANTUNES ESC.
P.TELECOM
PAP.FERNANDES
PORTUCEL
REDITUS, SGPS
REN
S.COSTA
SAG GEST
SEMAPA
SONAE IND.SGPS
SONAE, SGPS
SONAECOM, SGPS
SPORTING - SOCIEDADE DESPORTIVA DE FUTEBOL, SAD
SUMOLIS
TEIXEIRA DUARTE
TOYOTA CAETANO
VAA VISTA ALEGRE
ZON MULTIMEDIA

Foram excluídas desta amostra as seguintes empresas dado não terem sede em Portugal

**Tabela 5: Empresas do PSI com sede fora de Portugal**

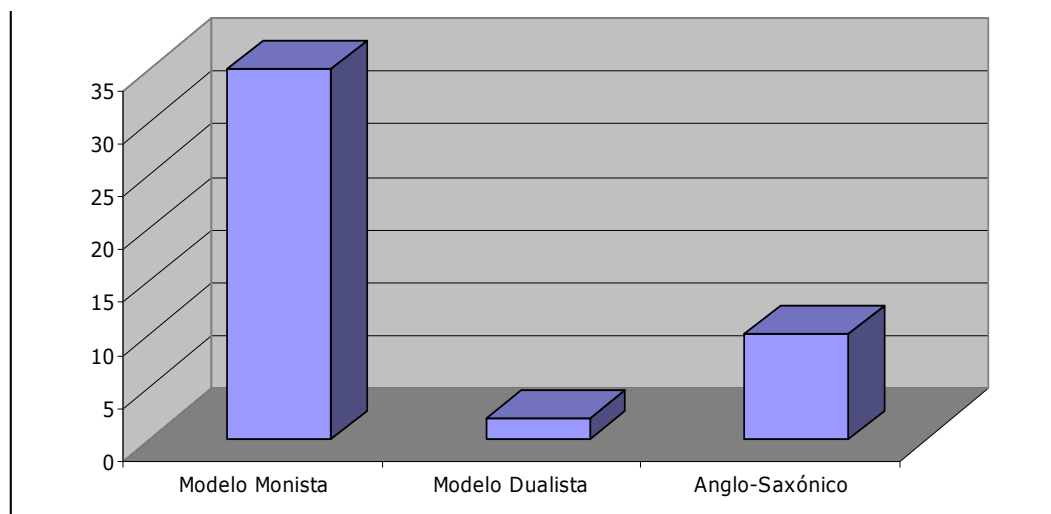
EUROPAC
SACYR VALLEHERMOSO
BANCO POP ESPANOL
BANCO SANTANDER
BANCO POP ESPANOL
BANCO SANTANDER
E SANTO FIN NOM
E SANTO FINANCIAL

O ano base considerado foi 2007 dado ter sido o ano que foi implementado pelas empresas as alterações verificadas no Código da Sociedade Comerciais relativamente aos Modelos de Corporate Governance.

Toda a informação necessária para o estudo foi retirada dos relatórios de contas das várias empresas do PSI do ano de 2005, 2006, 2007 obtidos dos sites das respectivas empresas e da CMVM. Tendo por base a informação retirada dos relatórios de contas anuais sobre o Corporate Governance das empresas relativo ao exercício terminado em 31 de Dezembro de 2007 (30 de Junho no caso da SAD do Porto e Sporting e 31 de Julho no caso da SAD do Benfica) cada uma foi classificada com base nos modelo de Corporate Governance existentes no Código das Sociedade Comerciais<sup>1</sup> e descritos anteriormente. Das 47 empresas analisadas e classificada conforme informação no anexo 2, obtivemos os seguintes dados:

- 35 Empresas do PSI adoptaram o modelo Monista
- 10 Empresas do PSI adoptaram o modelo Anglo-Saxónico
- 2 Empresas do PSI adoptaram o modelo Dualista

**Figura 7: Distribuição do nº empresas do PSI com sede em Portugal pelos diferentes modelos de Corporate Governance**



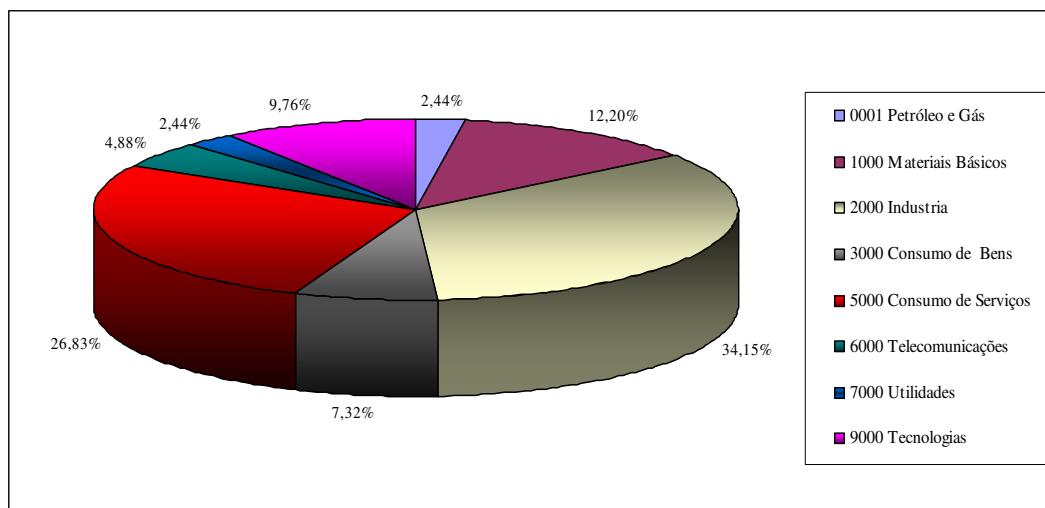
<sup>1</sup> Art. 278º CSC – Anexo 1

Dado que o número de empresas que adoptaram o modelo Dualista em 2007 era reduzido optamos por excluir estas observações da amostra, foram excluídas as observações das empresas EDP SA e BCP. Foram também excluídas as amostras das empresas do sector financeiro, dado especificidade deste sector não era possível analisar o aspecto fundamental do modelo – estrutura financeira medida pelo interest coverage ratio.

### 3.2. CARACTERÍSTICA DA AMOSTRA

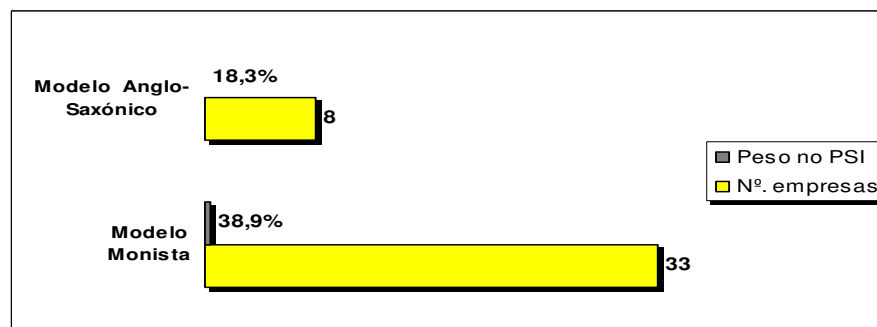
A amostra é constituída por 45 observações de empresas cotadas do PSI. As empresas analisadas fazem parte de 10 sectores económicos, conforme se pode verificar pela figura 7. Os dois grupos económicos mais representados são o sector da indústria, com 31,11% das empresas da amostra e consumo de serviços com 24,44%.

**Figura 8: Peso das empresas da amostra em cada sector económico**



As 45 empresas representam cerca de 58% do PSI. Na figura 8 pode-se verificar que as 8 empresas da amostra adoptaram o modelo de Corporate Governance Anglo-saxónico representam 18,3% do peso do PSI. (anexo 3). O modelo Anglo-Saxónico representa cerca de 20% da amostra e o modelo Monista representa cerca de 80% da amostra.

**Figura 9: Peso das empresas da amostra no PSI**



### 3.3. METODOLOGIA

#### 3.3.1. O MODELO ESTATÍSTICO ADOPTADO

O objectivo deste estudo é determinar as determinantes que afectam a escolha de um Modelo de Corporate Governance nas empresas Portuguesas. A análise desta questão vai ser efectuada através de um modelo econométrico – Modelo Logit ou Logistic

O modelo Logit é modelo econométrico de selecção qualitativa, Pindyck e Rubinfeld (1998), uma vez gera respostas de procedimentos qualitativos. O modelo é então obtido na base de que cada ensaio (valor de  $i$ ) e o conjunto de variáveis explicativas/independentes possam informar acerca da probabilidade final. O modelo Logit é baseado numa probabilidade logística acumulada definida por:

$$\pi = \Pr(Y = 1 | X = x) = \frac{e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_p x_p}}{1 + e^{\beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \dots + \beta_p x_p}} \quad (3.3.1.1)$$

Esta é a função regressão logística. Em que  $\pi$  é a probabilidade de ocorrência de um evento dada a ocorrência de  $X$  na observação  $i$ , para  $1 \leq i \leq k$  e  $k$  é o  $n^\circ$  de observações existentes.  $\beta$  é o coeficiente da variável independente  $X$ . Através da linearização pelo transformação do Logit obtém-se:

$$\log\left(\frac{\pi}{1-\pi}\right) = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \dots + \beta_p x_p \quad (3.3.1.2)$$

Esta transformação produz um modelo que é linear nos parâmetros. Os parâmetros desconhecidos  $\beta_i$  são habitualmente estimados através de máxima verosimilhança. A interpretação dos valores estimados do parâmetro  $\beta_i$  é similar aos efeitos aditivos em log odds ratio para uma unidade de mudança na  $i$ ésima variável explicativa.

O modelo estatístico da problemática que estamos analisar foi determinado com base no modelo Logit. Com ajuda do SPSS foi obtida a regressão estatística e analisada a significância estatística de cada uma das variáveis independentes e a capacidade de estimação do modelo.

### 3.3.2. AS VARIÁVEIS

A expressão estatística do modelo que vamos analisar para estudar as variáveis determinantes na escolha do modelo de Corporate Governance é dado por:

$$\log\left(\frac{y}{1-y}\right) = \beta_0 + \beta_1 \text{Concentração accionista} + \beta_2 \text{Estrutura Financeira} + \beta_3 \text{ROE} + \beta_4 \text{Crescimento da empresa} + \beta_5 \text{PSI20} + \beta_6 \text{Capitais Públicos}$$

Em que  $y$  é a probabilidade de escolha de um modelo de Corporate Governance dada a ocorrência de um evento em cada uma das variáveis.

A variável Modelo de Corporate Governance, é a variável explicada e é definida por:

$$\text{Modelo Corporate Governance} \begin{cases} 0 \text{ se o modelo é monista} \\ 1 \text{ se o modelo é anglo - saxónico} \end{cases}$$

No modelo foram consideradas seis variáveis explicativas:

- Concentração Accionista
- Estrutura Financeira
- ROE
- Crescimento da empresa
- PSI
- Capitais Públicos

#### CONCENTRAÇÃO ACCIONISTA

Como medida de análise da concentração accionista foi utilizado o índice de Herfindahl. Este índice é muito utilizado como método de avaliação do grau de concentração num mercado.

O índice é calculado da seguinte forma:

$$H_i = \sum_{i=1}^n (S_{i,t})^2 \quad (3.3.2.1)$$

Na análise da concentração accionista é,

$H_i$  - Índice Herfindahl para a empresa i

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

Neste caso o valor do índice irá variar entre 1 e 0. Quanto mais próximo estiver o índice de 1, maior é a concentração accionista.

Para cada uma das empresas tentou considerar-se a cinco maiores participações. Algumas das empresas não foi possível considerar cinco participações dado não existirem grande nº de participações significativas. (Anexo 5). O ano base de cálculo da concentração accionista foi 2007, ano da implementação dos novos modelos de Corporate Governance.

A concentração accionista é uma das principais variáveis do modelo, na revisão literária podemos verificar que uma das características diferenciadoras dos dois modelos de Corporate Governance era a dispersão accionista e a separação da propriedade e gestão que está directamente relacionada com uma estrutura accionista mais ou menos concentrada.

Quando uma empresa está concentrada nas mãos de poucos grandes accionistas, esses accionistas tem o incentivo e o interesse em monitorizar a gestão ou gerir eficientemente a empresa. Existem alguns custos associados a esta gestão: os accionistas minoritários são capazes de free-ride nos esforços de monitorização dos accionistas maioritários. Os interesses dos accionistas maioritários podem não estar alinhados com os interesses dos accionistas minoritários, conduzindo a custo de agência entre accionistas maioritários e minoritários.

O modelo Latino não é aconselhável para estruturas accionista muito concentradas, nos casos de concentração accionista será mais aconselhável o modelo Anglo-Saxónico, dado que existem órgãos autónomos de gestão e monitorização e o poder e o impacto na gestão dos accionistas maioritários será menor.

Consideramos que devia existir uma relação positiva entre esta variável explicativa e variável dependente (Y=1).

## **ESTRUTURA FINANCEIRA**

Como medida da Estrutura Financeira foi utilizado o *Interest Coverage Ratio* que é dado pela expressão:

$$\text{InterestCoverageRatio}_i = \frac{\text{EBIT}_i}{\text{InterestExpense}_i} \quad (3.3.2.2)$$

Em que :

$\text{InterestCoverageRatio}_i$  - *interest coverage ratio* da empresa i

$\text{EBIT}_i$  - Resultados operacionais da empresa i

$\text{InterestExpense}_i$  - Encargos financeiros líquidos da empresa i

Este indicador mede a capacidade da empresa de pagar os juros da dívida existente. Quanto menor o rácio maior é a sobrecarga da empresa com a dívida e maior a probabilidade de entrar em falência e default. Se este indicador é inferior a 1 significa que a empresa está com dificuldades de gerar os cash flow necessário para pagar os juros das suas responsabilidades.

Para as empresas que possuíam um interest coverage ratio inferior a zero foi considerado o valor de zero. (Anexo 5)

A estrutura financeira da empresa reflecte o nível de endividamento da empresa. O nível de endividamento é determinado pela política de investimento da empresa e pode influenciar a escolha do modelo de Corporate Governance devido às questões de agência entre accionistas e Gestores. De acordo com Jensen (86), o endividamento é mecanismo de redução dos problemas de agência entre gestores e accionistas. O risco de agência existe pelo facto da empresa ter Free Cash Flow (cash flow em excesso do necessário para financiar projectos com VAL > 0). Com o endividamento da empresa os gestores vão ter de libertar cash flow necessários para fazer face ao serviço da dívida e desta forma não irão investir o Free cash flow em investimentos com VAL < 0. Uma empresa com maior interest coverage ratio pode reflectir um modelo de Corporate Governance mais susceptível de problemas de agência entre os gestores e accionista, pois liberta um maior cash flow.

Na nossa opinião a relação existe entre esta variável e a variável dependente com o valor Anglo-saxónico (Y=1) deveria ser negativa. As empresas que têm um interest coverage ratio mais elevado devem optar por um modelo de Corporate Governance no qual os accionistas têm um maior controlo, o modelo Latino.

## **ROE**

Uma outra variável explicativa considera no modelo foi o ROE – *Return on Equity* médio dos últimos 5 anos. O ROE para cada um dos anos foi calculado com base na seguinte expressão:

$$ROE_i = \frac{RL_i}{\text{CapitalizaçãoBolsista}_i} \quad (3.3.3.3)$$

Em que

$RL_i$  – Resultado Líquido da empresa i

Capitalização Bolsista - Nº. de Acções da empresa i\* cotação da empresa i. Foi considerada a cotação da empresa i em 31/12/2007.

Após o cálculo do ROE para cada um dos anos do período de 2003-2007, foi calculada a média aritmética do ROE para determinação do ROE médio. (Anexo 6)

Este indicador traduz o lucro que a empresa gerou com o capital dos accionistas. As empresas com ROE mais elevado aparentemente traduzem mais riqueza para o accionista. No modelo Anglo-Saxónico geralmente existe uma separação da propriedade e gestão, o que permite um maior poder aos gestores. Como os gestores agem de acordo com os seus interesses e não dos accionistas estes tendem a investir em projectos de curto prazo que permitam os beneficiam no curto prazo, enquanto no modelo Latino, os accionista têm um maior controlo e monitorização sobre a empresa e tendem a investir em projectos de mais longo prazo que permitam maior rentabilidade.

A relação entre a variável explicada e a variável explicativa ( $Y=0$ ) deve ser positiva.

## **CRESCIMENTO DA EMPRESA**

A variável crescimento da empresa foi calculada com base na taxa de crescimento média do período de 2005-2007. O crescimento do volume de negócios, para cada período, foi dado pela expressão:

$$g_t^i = \frac{V_t^i - V_{t-1}^i}{V_{t-1}^i} \quad (3.3.3.4)$$

Em que:

$g_t^i$  - Taxa de crescimento da empresa i no período t

$V_{t-1}^i$  - Volume de negócios da empresa i no período t-1

$V_t^i$  - Volume de negócios da empresa i no período t

Após o cálculo da taxa de crescimento para cada uma das empresas, foi calculada a taxa de crescimento média, através da média aritmética da taxa de cada período. (Anexo 7)

O maior ou menor crescimento da empresa pode explicar a escolha de um modelo de Corporate Governance que traduz uma melhor gestão por parte conselho de administração e menores custo de agência entre a gestão e os accionistas.

Esta variável é importante ser analisada juntamente com o ROE, a empresa pode estar a ganhar dimensão e não se traduzir em ganhos para os accionistas. Como por vezes os incentivos dos gestores estão associados ao crescimento da dimensão da empresa, estes terão interesse em alavancar rácios como o volume de negócios sem que este se traduza em riqueza para os accionistas.

Na nossa opinião a relação existe entre esta variável e a variável dependente com o valor Anglo-saxónico ( $Y=1$ ) deveria ser negativa.

## **PSI**

Esta variável é dada pelo indicador PSI 20. O PSI 20 é o principal índice da Euronext Lisboa. O PSI 20 é o Português Stock Índice, é o principal índice do mercado de capitais Português. É constituído pelas 20 maiores empresas Português cotadas no mercado de capitais.

Esta variável explicativa é uma variável *dummy* e dada da seguinte forma:

$$PSI_i = \begin{cases} 1 & \text{se } i \text{ faz parte do PSI20} \\ 0 & \text{caso contrário} \end{cases}$$

Em que  $i$  é a empresa. A variável assume o valor 1 se a empresa  $I$  faz parte do PSI20 e 0 se a empresa não faz parte do PSI20. (Anexo 8)

Uma empresa cotada no PSI20 tem uma maior exigência em termos de divulgação de informação. Esta evidência poderá levar a empresa a escolher um modelo de Corporate

Governance mais transparente em que existe um maior controlo, maior independência dos órgãos de controlo e uma maior exigência em participação intervenientes independentes nos órgãos sociais, como o Modelo Anglo-Saxónico.

Neste caso deverá haver uma relação positiva entre a variável dependente e a variável explicativa ( $Y=1$ )

## CAPITAIS PÚBLICOS

A variável explicada capitais Públicos é uma variável *Dummy* que assume os seguintes valores:

$$\text{CapitaisPúblicos}_i \begin{cases} 1 \text{ se } i \text{ tem capitais públicos} \\ 0 \text{ caso contrário} \end{cases}$$

A variável assume o valor de 1 se a empresa  $i$  tem participações de empresas do estado e 0 se empresa apenas tem participações privadas.

Relativamente a esta variável não sabemos qual o impacto na escolha do modelo. Como a empresa tem capitais públicos é necessário um modelo de Corporate Governance em que o papel dos accionistas seja predominante e que permita aos accionistas a escolha dos seus executivos e evitar a influência mais directa dos accionistas públicos na gestão da empresa. A melhor forma de evitar os custos de agência entre accionista públicos e restantes accionistas, é adopção de um modelo de Corporate Governance que permita um maior poder aos restantes accionistas. O Modelo Monista será aconselhado caso a restante estrutura accionista seja forte e o Modelo Anglo-Saxónico será aconselhado numa estrutura accionista mais dispersa, no qual o papel dos accionistas na gestão e controlo não é tão importante e neste caso os accionista públicos não poderão influenciar a gestão da empresa.

Após a análise do impacto de cada uma das variáveis na variável explicada, esquematizamos as hipóteses defendidas na tabela 6.

**Tabela 6: Resumo das hipóteses de relação entre Variáveis explicativa e Dependente do Modelo**

Variáveis	Modelo Latino	Modelo Anglo – Saxónico
	Y=0	Y=1
Concentração Accionista	-	+
Estrutura Financeira	+	-
ROE	+	-
Crescimentos Vendas	+	-
PSI	-	+
Capitais Públicos	?	?

### 3.4. EVIDÊNCIA EMPÍRICA

#### 3.4.1. RESULTADOS EMPÍRICOS DO MODELO BASE

Através do software SPSS 16 e utilizando o modelo de regressão logístico foi efectuado o tratamento estatístico com base nos seguintes dados:

**Tabela 7: Dados da Amostra**

Empresas	Modelo	Concentração accionista	Estrutura financeira	ROE	Crescimento Vendas	PSI 20	Capitais Públicos
ALTRI SGPS	0	0,06	2,24	0,06	0,44	1	0
BENFICA SAD	0	0,19	3,18	0,08	0,14	0	0
BRISA	0	0,13	2,74	0,05	0,05	1	0
CIMPOR,SGPS	0	0,13	7,51	0,07	0,13	1	0
CIRES	0	0,17	2,11	0,04	0,01	0	0
COFINA,SGPS	0	0,05	3,31	0,07	0,05	0	0
COMPTA	0	0,06	0,00	-0,67	-0,17	0	0
CORTICEIRA AMORIM	0	0,47	3,28	0,08	0,03	0	0
ESTORIL SOL	0	0,48	2,25	0,05	0,17	0	0
FISIPE	0	0,75	0,00	-1,10	0,08	0	0
FCP SAD	0	0,22	1,54	-0,16	0,35	0	0
GALP ENERGIA-NOM	0	0,26	30,02	0,09	0,06	1	1
GLINTT	0	0,03	2,25	-0,07	0,04	0	0
IBERSOL,SGPS	0	0,25	5,72	0,09	0,20	0	0
IMOB.C GRAO PARA	0	0,15	0,00	-0,38	-0,25	0	0
IMPRESA,SGPS	1	0,28	2,73	0,05	0,04	1	0
INAPA-INV.P.GESTAO	1	0,16	0,82	-0,35	-0,01	0	1
J.MARTINS,SGPS	1	0,32	3,79	0,08	-0,05	1	0
LISGRAFICA	0	0,67	1,72	-0,24	0,01	0	0
MARTIFER	0	0,28	1,86	0,03	0,82	0	0
MEDIA CAPITAL	1	0,89	4,09	0,03	-0,02	0	0
MOTA ENGIL	0	0,24	1,38	0,07	0,01	1	0
NOVABASE,SGPS	1	0,03	3,98	0,04	0,18	0	0
OREY ANTUNES ESC.	0	0,55	2,26	0,06	0,04	0	0
P.TELECOM	1	0,03	4,64	0,07	-0,01	1	1
PAP.FERNANDES	0	0,20	0,00	-0,35	-0,13	0	0
PORTUCEL	0	0,57	1,12	0,05	0,06	1	0
REDITUS,SGPS	0	0,13	0,15	0,03	0,23	0	0
REN	1	0,15	3,09	0,08	0,25	1	1
S.COSTA	0	0,52	2,20	0,01	0,00	1	0
SAG GEST	0	0,59	0,47	0,08	0,01	0	0
SEMAPA	0	0,13	5,18	0,30	-0,02	1	0
SONAE IND.SGPS	0	0,34	2,55	0,06	0,19	1	0

Empresas	Modelo	Concentração accionista	Estrutura financeira	ROE	Crescimento Vendas	PSI 20	Capitais Públicos
SONAE,SGPS	0	0,28	3,68	0,17	0,06	1	0
SONAECOM,SGPS	0	0,28	0,00	0,02	0,03	1	0
SPORTING FC	0	0,63	9,66	0,27	0,04	0	0
SUMOLIS	0	0,64	1,47	0,00	0,02	0	0
TEIXEIRA DUARTE	0	0,17	0,83	0,12	0,27	0	0
TOYOTA CAETANO	0	0,44	7,40	0,07	0,09	0	0
VAA VISTA ALEGRE	0	0,12	0,00	-5,99	-0,07	0	1
ZON MULTIMEDIA	1	0,03	7,64	0,03	0,07	1	1

Na tabela 8 podemos analisar algumas características das variáveis da amostra. A concentração accionista máxima é de 89% e a mínima de 3%. A concentração accionista média é de 29,43%. A variável com maior desvio padrão é a Estrutura Financeira e menor é a Variável Crescimento das Vendas.

**Tabela 8 – Estatísticas Descritivas**

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Concentração Accionista	41	,030	,890	,29439	,224444
Estrutura Financeira	41	,00	30,02	3,3868	4,85644
ROE	41	-5,990	,300	-,16854	,963832
Crescimentos Vendas	41	-,25	,82	,0839	,17486

Do tratamento estatístico obteve-se os seguintes dados indicados na tabela 8. A regressão estimada do modelo é dado por:

$$\log\left(\frac{y}{1-y}\right) = 4,426 + 1,137*\text{Conc. Accionista} - 0,211*\text{Estrutura Financeira} + 3,821*\text{ROE} - 3,949*\text{Crescimento Vendas} - 0,348*\text{PSI20} - 5,926*\text{Capitais Públicos}$$

**Tabela 9 – Variáveis do Modelo – Significância e Odds Ratio**

Variáveis Dependentes	$\beta$	$p$	Sinal Esperado <sup>(1)</sup>
Concentração Accionista	1,137	,663	+
Estrutura Financeira	-,211	,116	-
ROE	3,821	,394	-
Crescimentos Vendas	-3,949	,480	-
PSI	-, 348	,773	+
Capitais Públicos	-5,926	,033	?
Constante	4,426	,122	

(1) O sinal esperado em relação à variável dependente Y=1

Da análise dos dados podemos verificar que das 6 variáveis consideradas no modelo, a única variável estatisticamente significativa para prever o modelo de Corporate Governance é a variável Capitais Públicos, com  $p < 0,05$  ( $p = 0,033$ ). Apesar da variável estrutura financeira ter um  $p$  de apenas 0,116, consideramos que esta variável reflecte alguma capacidade na previsão do modelo de Corporate Governance.

A variável concentração accionista não foi estatisticamente significativo dado grande parte das empresas cotadas terem uma estrutura accionista muito concentrada e o tamanho da amostra ter influenciado os resultados.

Apesar dos resultados estatístico não serem significativos convém salientar alguns aspectos relativamente aos sinais da relação entre as variáveis dependentes e independentes:

- Relação entre a variável explicativa concentração accionista e variável dependente modelo de Corporate Governance é positiva, isto é, à medida que a concentração accionista aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo Anglo-Saxónico (Y=1), o que vai de acordo com a hipótese defendida anteriormente.

- Relação entre a variável estrutura financeira e a variável dependente é negativa. Com o aumento do *interest coverage ratio* diminui a probabilidade de ser escolhido o modelo Anglo-Saxónico (Y=1) e aumenta a probabilidade de ser escolhido o modelo Latino, o que vai de acordo com a hipótese anteriormente defendida.
- A variável ROE e a variável dependente têm uma relação positiva, o que significa que aumento do ROE aumenta a probabilidade de escolha do modelo Anglo-Saxónico. Este facto não confirma a hipótese defendida anteriormente.
- O Crescimento da Venda tem uma relação negativa com variável explicada. Um aumento na taxa de crescimento da venda diminui a probabilidade de escolha do modelo de Corporate Governance Anglo-Saxónico. Esta evolução está de acordo com defendido anteriormente.
- De acordo com o modelo a relação entre variável PSI e a variável explicada é negativa, ou seja, o facto de a empresa estar cotada no PSI20 diminui a probabilidade de ser escolhido o modelo Anglo-Saxónico. Este facto não confirma a hipótese defendida anteriormente.
- A relação entre a variável dicotómica Capitais Públicos e a variável dependente é negativa. Uma empresa com participações de capitais públicos aumenta a probabilidade de escolha do Modelo Latino. Nas hipóteses defendidas não foi indicado o sinal desta variável

Em termos globais o modelo tem um bom desempenho, é estatisticamente significativo quando consideramos as 6 variáveis em conjunto, conforme se pode analisar pelos valores indicados na tabela 9 ( $\chi^2 = 15$ ,  $df=6$ , e  $p < 0,05$ )

**Tabela 10: Teste Omnibus**

Chi-square	df	p
15,207	6	,019

O teste Hosmer e Lemeshow também confirma a validade do modelo, o valor de  $\chi^2$  é de 11,23 com um nível de significância de  $0,189 > 0,05$ . (quanto maior o nível de significância maior validade do modelo).

**Tabela 11: Teste Hosmer e Lemeshow**

Chi-square	df	p
11,230	8	,189

**Tabela 12: Estatística sobre utilidade do Modelo**

-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
25,265	,310	,494

O teste de Cox&Snell  $R^2$  e Nagelkerke  $R^2$  estimam a variância na variável dependente que pode ser prevista pelo modelo. De acordo com dados da tabela 11 entre 31% e 49% de variabilidade na escolha do modelo de Corporate Governance pode ser prevista pela combinação linear das 6 variáveis.

A estatística -2 Log Likelihood indica quanto fraco é o modelo a prevê as decisões. Quanto menor melhor é o modelo.

Da análise da tabela 13 pode-se verificar que o modelo previu correctamente 90,2% dos casos. A taxa de sucesso é maior no caso de previsão dos modelos monista, isto pode ser explicado pelo facto da amostra apenas possuir 8 casos de modelos Anglo-Saxónico.

**Tabela 13: Previsão do Modelo**

		Previsto		
		y		
Observado		Monista	Anglo-Saxónico	% Correcta
y	Monista	33	0	100,0
	Anglo-Saxónico	4	4	50,0
	Percentagem Total			90,2

Na tabela 14 está reflectida a matriz de correlações entre as variáveis. Existe uma elevada correlação entre as variáveis ROE e Crescimento das Vendas e as variáveis

estrutura financeira e capitais Públicos. A elevada correlação entre estas estruturas financeiras e capitais Públicos pode explicar, o facto da estrutura financeira não ser estatisticamente significativa.

**Tabela 14 – Matriz de Correlações**

	Constante	Conc. accionista	Est. Financ.	ROE	PSI	Cresc Vendas	Cap. Públicos
Constante	1,000	-,089	-,758	,341	,009	-,236	-,912
Conc. Accionista	-,089	1,000	-,090	-,133	-,290	,165	-,180
Est. Financeira	-, 758	-,090	1,000	-,390	-,016	,124	,708
ROE	, 341	-,133	-,390	1,000	,387	<b>-,419</b>	-,375
PSI	, 009	-,290	-,016	,387	1,000	-, 183	-,148
Cresc. Vendas	-,236	,165	,124	-,419	-,183	1,000	,157
Cap. Públicos	-,912	-,180	<b>,708</b>	-,375	-,148	,157	1,000

### 3.4.2. RESULTADOS EMPÍRICOS DO MODELO COM UMA VARIÁVEL INDEPENDENTE – CAPITAIS PÚBLICOS

Com base na mesma amostra efectuamos o estudo do modelo com apenas uma variável independente Capitais Públicos (única variável estatisticamente significativa) e obtivemos dados na tabela 14 e a seguinte regressão:

$$\log\left(\frac{y}{1-y}\right) = 0,693 - 2,741 \text{ Capitais Públicos}$$

**Tabela 15: Modelo e dados estatístico do modelo com uma variável independente**

Variáveis Dependentes	$\beta$	$p$	Sinal Esperado <sup>(1)</sup>
Capitais Públicos	-2,741	,007	?
Constante	0,693	,423	
Omnibus test	7,957	0,005	
-2 Log likelihood	32,515		

Apesar de este modelo ser estatisticamente significativo a sua capacidade previsão é menor do que o modelo anterior. A estatística -2 log Likelihood é maior por isso o modelo é mais fraco na previsão. Na tabela 16 podemos verificar que apenas conseguiu prever correctamente o modelo em 85,4% dos casos.

**Tabela 16: Previsão do Modelo**

Observado		Previsto		
		y		
		Monista	Anglo-Saxónico	% Correcta
y	Monista	31	2	93,9
	Anglo-Saxónico	4	4	50,0
	Percentagem Total			85,4

Com base nesta análise o modelo inicial continua a apresentar maior capacidade de previsão. Mas o modelo anterior apresenta uma correlação entre as variáveis estrutura financeira e capitais públicos o que não o valida e será necessário efectuar ajustamentos. Esses ajustamentos serão analisados no ponto seguinte.

### 3.4.3. RESULTADOS EMPÍRICOS DO MODELO COM EXCLUSÃO DA VARIÁVEL ESTRUTURA FINANCEIRA

Neste modelo excluiu-se a variável estrutura financeira dado existe elevada correlação com a variável capitais públicos. Como a variável estrutura financeira não é estatisticamente significativa optou-se por retirar esta variável do modelo. Com esta alteração obteve-se os dados indicados na tabela 17 e a seguinte regressão:

$$\log\left(\frac{y}{1-y}\right) = 1,636 + 0,471 * \text{Conc. Accionista} + 1,304 * \text{ROE} - 2,860 * \text{Crescimento Vendas} - 0,279 \text{ PSI} - 3,481 \text{ Capitais Públicos}$$

**Tabela 17 - Modelo e dados estatístico**

Variáveis Dependentes	$\beta$	$p$	Sinal Esperado <sup>(1)</sup>
Concentração Accionista	0,471	,846	+
ROE	1,304	,577	-
Crescimentos Vendas	-2,860	,510	-
PSI	-, 279	,802	+
Capitais Públicos	-3,481	,012	?
Constante	1,636	,189	
Omnibus test	11,438	0,043	
-2 Log likelihood	29,034		
Hosmer e Lemeshow	<b>5,162</b>	<b>0,74</b>	

Da análise da tabela 17 podemos verificar que como no modelo inicial a única variável estatisticamente significativa é variável dummy capitais públicos. Os sinais das variáveis mantêm-se face ao modelo inicial.

O Omnibus test foi estatisticamente significativo, o que significa que o modelo tem bom desempenho quando consideramos as 5 variáveis em conjunto. A estatística -2 log

Likelihood é inferior à do modelo com apenas uma variável, o que significa que a capacidade de previsão deste modelo é menos fraca que o anterior. O teste de Hosmer e Lemeshow é não significativo o que implica que o modelo e os dados estão adequados.

**Tabela 18 - Previsão do Modelo**

Observado		Previsto		
		y		
		Monista	Anglo-Saxónico	% Correcta
y	Monista	31	2	97,00
	Anglo-Saxónico	4	4	50,0
	Percentagem Total			87,8

Com base na tabela 18 podemos constatar que este modelo conseguiu prever correctamente 87,8% dos casos e apresenta uma maior capacidade de previsão do que o modelo anterior. Os casos com menor capacidade de previsão foram do modelo Anglo-Saxónico. Este resultado foi influenciado pela dimensão da amostra de casos de empresas com modelos Anglo-Saxónicos (8 casos na amostra de 31 empresas).

Com base na análise destes 3 modelos podemos verificar que apesar de apenas uma das variáveis ser estatisticamente significativa, este modelo com as 5 variáveis apresenta um bom desempenho na previsão do modelo de Corporate Governance e um bom desempenho quando consideramos capacidade de previsão das variáveis conjuntamente. Na nossa opinião os resultados foram muito enviesados pela dimensão da amostra.

## 4. CONCLUSÃO

O objectivo deste trabalho foi determinar as variáveis que influenciam a escolha do modelo de Corporate Governance.

Na revisão literária podemos analisar quais as principais diferenças entre os dois principais modelos de Corporate Governance, modelo anglo-saxónico e Continental. Estes modelos são muito diferentes e sua escolha deve-se essencialmente aos diferentes contextos de negócio: a concentração accionista, a identidade dos accionistas, o tipo de propriedade e gestão da empresa.

Em 2006 Portugal alterou-se o CSC de forma aplicar as novas directivas comunitárias sobre o Corporate Governance. O novo código admite 3 modelos de Corporate Governance: Modelo Monista, Anglo-Saxónico e Dualista.

O objecto de estudo da nossa dissertação sobre as variáveis explicativas do Modelo Corporate Governance foi efectuado com base numa amostra de 41 empresas cotadas no PSI. Para análise deste estudo foram utilizadas inicialmente 6 variáveis. A escolha das variáveis foram efectuadas tendo em consideração as principais características diferenciadoras dos modelos.

Tendo por base a literatura sobre este tema e as relações de agência entre os principais intervenientes da empresa foram definidas as hipóteses dos sinais da relação entre variáveis dependentes e independentes. Para análise do modelo estatístico foi utilizado o modelo Logistic.

As evidências empíricas não demonstraram resultados muito fiáveis. A dimensão reduzida da amostra influenciou os resultados. As principais conclusões retiradas da evidência empírica são que a única variável estatisticamente foi Capitais Públicos. Apesar das restantes variáveis não serem significativamente diferentes de zero, o modelo de uma forma global tem poder explicativo. Os testes associados ao desempenho global do modelo foram estatisticamente significativos.

Dada a alta correlação entre as variáveis Capitais Públicos e Estrutura Financeira, esta última variável foi excluída do modelo. O novo modelo confirmou os resultados do modelo inicial. A capacidade de previsão do modelo foi de 87,8%, apenas falhou na previsão de 6 casos de uma amostra de 41.

Embora as variáveis não sejam estatisticamente significativas e os resultados não sejam muito conclusivos, apenas se verificou as hipóteses dos sinais da Variáveis para a Concentração Accionista. A relação entre o Modelo de Corporate Governance e a variável Capitais Públicos foi negativa o que significa que uma empresa com capitais Públicos tem maior probabilidade de escolher um modelo de Corporate Governance Monista.

Em suma, o modelo apesar da amostra permitiu verificar que existe uma relação entre a existência de Capitais Públicos e a escolha do Modelo de Corporate Governance. A relação entre as outras variáveis não foi comprovada devido na nossa opinião à dimensão da amostra, dado o modelo de uma forma global ser estatisticamente significativo e apresentar uma elevada capacidade de previsão. Desta forma apesar da relação das variáveis não estar comprovada, a escolha do Modelo de Corporate Governance por parte das empresas não é feita aleatoriamente. Esta dissertação pode ser um ponto de partida para outras investigações com uma amostra de maior dimensão.

## 5. BIBLIOGRAFIA

Baysinger, B. D. and H.N. Butler 1985 “ and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition”, *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 1 (1), pp. 101-124.

Becht, M. and Mayer, C. (2001) ‘The control of corporate Europe’, in F. Barca and M. Becht (eds), *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press.

Blair, M.M. (1995) *Ownership and Control: Rethinking for the Twenty-First Century*, Washington, DC: Brookings Institution.

Cernat, Lucian, 2004, “The Emerging European model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity?”, *Journal of European Public Policy*, vol. 11, n°1, pag 147-166

Coombs, P. and Watson, M. (2001), “Corporate reform in the developing world”, *McKinsey Quarterly*, No. 4, p. 90.

Dehaene, Alexander, Vuyst, Veerle and Ooghe, Hubert, 2001, “Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies”, *Long range planning journal*, vol. 34, pag 383-398;

Fama, C. F., 1980, Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economisc*, 88, 288-307;

Franks, J.R. and Mayer, C. (1996) ‘Hostile takeovers and the correction of managerial failure’, *Journal of Financial Economics* 40(1): pp. 163–81.

Ghezzi, Federico and Malberti Corrado, 2007, “Corporate Law Reforms in Europe: The Two-Tier Model and the One-Tier Model of in the Italian Reform of Corporate Law— between Hypothetical Bargain and Regulatory Competition”, *Research Paper No. 15*, Bocconi University Institute of Comparative Law "Angelo Sraffa" Legal Studies Research Paper Series;

Grossman, S. and Hart, O. (1980). 'Take-over bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation.' *Bell Journal of Economics*, Vol. 11, pp. 42-64

Hart, Oliver, 2005 “: Some Theory and implications”, *The Economic Journal*, 105, pag. 678-689

Hopt, Klaus J. and Leyens, Patrick C., 2004, “Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy”, *Law Working Paper N°*. 18/2004, ecgi

Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). 'Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure', *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

Jensen, Michael C., “Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *The American Economic Review*, vol. 76, n° 2 (May 1986), pag. 323-329.

Kim, Kenneth A, Chatjuthamard, P. Kitsabunnara and Nofsinger, John R, 2007, “Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe” *Journal of Corporate Finance* 13 (2007) 859–880

Klein, A., 1998 “Firm performance and board committee structure, *Journal of Law and Economics*” 41, 275–303 .

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. (1999), “Corporate ownership around the world”, *Journal of Finance*, Vol. 54 No. 2, p. 471

Lipton, M. and J.W. Lorsch, 1992, A modest proposal for improved , *The Business Lawyer*, 48, 59-77.

Maug, E., 1998, Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance*, 53 (1), 65-98.

OECD (1999), “Principles of ”, OECD, pp. 3-42.

Ooghe, Hubert e Vuyst, Veerle, “The Anglo-Saxon versus the continental European Model: Empirical evidence of Board Composition in Belgium”, Vlerick Leuven Gent Management School;

Pfeffer, J. 1972” Size and composition of corporate boards of directors: the organization and environment”, *Administrative Science Quarterly* 17, 218–229

Pindyck, R.S., Rubinfeld, D.L.,1998 *Econometric models and economic forecasts*, McGraw-Hill, forth edition,

Renneboog, L., 1996, *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange*, Research Paper No. 9635 (Katholieke Universiteit Leuven, Leuven).

Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal, 2008, CMVM

Shleifer, A. and R. W. Vishny, 1997, “A Survey of ”, *Journal of Finance*, 52, 2, pag. 737-783;

Vance, S. C. 1968 “The Corporate Director: A Critical Evaluation”, Dow Jones-Irwin, Homewood, IL;

Van Hulle, C., 1997, *Is het systeem van belangrijk? Op zoek naar de impact van verschillen in modellen*, report referaat Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, 287-331

Yeoh, Peter, 2007, “ models Is there a right one for transition economies in Central and Eastern Europe?” *Managerial Law*, vol 49 n° 3, pag. 57-75;

## 6. ANEXOS

### I. ART 278°. CSC

#### Artigo 278.º

##### (Estrutura da administração e da fiscalização)

1. A administração e a fiscalização da sociedade podem ser estruturadas segundo uma de duas modalidades:

- a) Conselho de administração e conselho fiscal;
- b) Direcção, conselho geral e revisor oficial de contas.

2. Nos casos previstos na lei, em vez de conselho de administração ou de direcção poderá haver um só administrador ou director e em vez de conselho fiscal poderá haver um fiscal único.

3. Em qualquer momento pode o contrato ser alterado para a adopção de outra estrutura admitida pelos números anteriores.

### II. MODELO DE CORPORATE GOVERNANCE DAS EMPRESAS DO PSI

ALTRI SGPS	Modelo Monista
B.COM.PORTUGUES	Modelo Dualista - Germânico
B.ESPIRITO SANTO	Modelo Anglo-Saxónico
BANCO BPI	Modelo Anglo-Saxónico
BANIF-SGPS	Modelo Monista
BENFICA SAD	Modelo Monista
BRISA	Modelo Monista
CIMPOR, SGPS	Modelo Monista
CIRES	Modelo Monista
COFINA, SGPS	Modelo Monista
COMPTA	Modelo Monista
CORTICEIRA AMORIM	Modelo Monista
EDP	Modelo Dualista - Germânico
ESTORIL SOL	Modelo Monista
FINIBANCO, SGPS	Modelo Monista
FISIPE	Modelo Monista
FUTEBOL CLUBE DO PORTO - FUTEBOL, SAD	Modelo Monista
GALP ENERGIA-NOM	Modelo Monista
GLINTT	Modelo Monista
IBERSOL, SGPS	Modelo Monista
IMOB.C GRAO PARA	Modelo Monista

IMPRESA, SGPS	Modelo Anglo-Saxónico
INAPA-INV.P.GESTAO	Modelo Anglo-Saxónico
J.MARTINS, SGPS	Modelo Anglo-Saxónico
LISGRAFICA	Modelo Monista
MARTIFER	Modelo Monista
MEDIA CAPITAL	Modelo Anglo-Saxónico
MOTA ENGIL	Modelo Monista
NOVABASE, SGPS	Modelo Anglo-Saxónico
OREY ANTUNES ESC.	Modelo Monista
P.TELECOM	Modelo Anglo-Saxónico
PAP.FERNANDES	Modelo Monista
PORTUCEL	Modelo Monista
REDITUS, SGPS	Modelo Monista
REN	Modelo Anglo-Saxónico
S.COSTA	Modelo Monista
SAG GEST	Modelo Monista
SEMAPA	Modelo Monista
SONAE IND.SGPS	Modelo Monista
SONAE, SGPS	Modelo Monista
SONAECOM, SGPS	Modelo Monista
SPORTING SAD	Modelo Monista
SUMOLIS	Modelo Monista
TEIXEIRA DUARTE	Modelo Monista
TOYOTA CAETANO	Modelo Monista
VAA VISTA ALEGRE	Modelo Monista
ZON MULTIMEDIA	Modelo Anglo-Saxónico

### III. DISTRIBUIÇÃO DAS EMPRESAS AMOSTRA PELOS SECTORES ECONÓMICOS

Sector Económico	Empresa	Modelo de CG	Peso Índice
<b>0001 Petróleo e Gás</b>			
	GALP ENERGIA-NOM	Modelo Monista	12,5%
			<b>12,5%</b>
<b>1000 Materiais Básicos</b>			
	CIRES	Modelo Monista	0,0%
	FISIPE	Modelo Monista	0,0%
	INAPA-INV.P.GESTAO	Modelo Anglo-Saxónico	0,2%
	PAP.FERNANDES	Modelo Monista	0,0%
	PORTUCEL	Modelo Monista	1,3%
			<b>1,5%</b>
<b>2000 Industria</b>			
	ALTRI SGPS	Modelo Monista	0,6%
	BRISA	Modelo Monista	6,6%
	CIMPOR,SGPS	Modelo Monista	4,4%
	IMOB.C GRAO PARA	Modelo Monista	0,0%
	LISGRAFICA	Modelo Monista	0,0%
	MARTIFER	Modelo Monista	0,9%
	MOTA ENGIL	Modelo Monista	1,2%
	OREY ANTUNES ESC	Modelo Monista	0,0%
	S COSTA	Modelo Monista	0,3%
	SEMAPA	Modelo Monista	1,1%
	SONAE IND SGPS	Modelo Monista	1,0%
	TEIXEIRA DUARTE	Modelo Monista	1,0%
	TOYOTA CAETANO	Modelo Monista	0,3%
			<b>17,6%</b>
<b>3000 Consumo de Bens</b>			
	CORTICEIRA AMORIM	Modelo Monista	0,3%
	SUMOLIS	Modelo Monista	0,1%
	VAA VISTA ALEGRE	Modelo Monista	0,0%
			<b>0,4%</b>
<b>5000 Consumo de Serviços</b>			
	BENFICA	Modelo Monista	0,0%
	COFINA SGPS	Modelo Monista	0,2%
	ESTORIL SOL P	Modelo Monista	0,1%
	FUT CLUBE PORTO	Modelo Monista	0,0%
	IBERSOL SGPS	Modelo Monista	0,3%
	IMPRESA SGPS	Modelo Anglo-Saxónico	0,4%
	J MARTINS SGPS	Modelo Anglo-Saxónico	3,7%
	MEDIA CAPITAL	Modelo Anglo-Saxónico	0,6%
	ZON Multimédia	Modelo Anglo-Saxónico	3,2%
	SAG GEST	Modelo Monista	0,6%

	SONAE SGPS	Modelo Monista	4,4%
	SPORTING	Modelo Monista	0,0%
			<b>13,5%</b>
<b>6000 Telecomunicações</b>	P TELECOM	Modelo Anglo-Saxónico	10,1%
	SONAECOM SGPS	Modelo Monista	1,3%
			<b>11,4%</b>
<b>7000 Utilidades</b>			
	REN	Modelo Anglo-Saxónico	1,0%
			<b>1,0%</b>
<b>9000 Tecnologias</b>	COMPTA	Modelo Monista	0,0%
	NOVABASE SGPS	Modelo Anglo-Saxónico	0,1%
	PARAREDE	Modelo Monista	0,1%
	REDITUS SGPS	Modelo Monista	0,1%
			<b>0,3%</b>
<b>Total PSI Geral</b>			<b>58%</b>

#### 4. INDICE DE HERFINDAHL

Empresas	Participações accionistas 2007					Indice Herfindahl
ALTRI SGPS	20,47%	9,96%	6,21%	5,06%	4,47%	0,060
BENFICA SAD	40%	12,27%	10,04%			0,185
BRISA	30,59%	14,94%	10,24%	5,10%	5,10%	0,132
CIMPOR, SGPS	20,53%	20,26%	17,26%	10,04%	4,74%	0,125
CIRES	26,63%	26,07%	16,90%	8,13%	1,04%	0,174
COFINA, SGPS	20,47%	6,10%	5,89%	4,47%	3,91%	0,053
COMPTA	19,78%	10,23%	9,00%	6,00%	5,93%	0,065
CORTICEIRA AMORIM	67,79%	5,56%	5,08%	4,81%	3,42%	0,469
ESTORIL SOL	60,16%	34,78%				0,483
FISIPE	86,04%	10,22%				0,751
FCP SAD	41,00%	18,00%	11,00%	10,00%		0,223
GALP ENERGIA-NOM	33,24%	33,34%	16,23%	7,00%	5,09%	0,255
GLINTT	13,00%	9,30%				0,026
IBERSOL, SGPS	49,99%	2,13%	0,01%	0,01%		0,250
IMOB.C GRAO PARA	26,86%	15,31%	17,61%	11,00%	8,77%	0,146
IMPRESA, SGPS	51,67%	7,17%	5,10%	2,57%	2,01%	0,276
INAPA-INV.P.GESTAO	32,72%	22,10%	5,64%			0,159
J.MARTINS, SGPS	55,98%	10,01%	2,98%	2,20%		0,325
LISGRAFICA	82,06%					0,673
MARTIFER	37,71%	37,52%	2,01%			0,283
MEDIA CAPITAL	94,39%	5,05%				0,893
MOTA ENGIL	48,11%	7,74%				0,237
NOVABASE, SGPS	9,53%	8,09%	8,09%	6,10%	5,78%	0,029
OREY ANTUNES ESC.	74,03%	2,69%	2,01%	2,00%	2,00%	0,550
P.TELECOM	9,65%	9,16%	8,90%	6,37%	5,89%	0,033
PAP.FERNANDES	33,19%	20,15%	20,05%	9,71%	5,04%	0,203
PORTUCEL	75,30%	0,08%				0,567
REDITUS, SGPS	21,75%	18,14%	15,97%	11,63%	7,88%	0,125
REN	31,00%	20,00%	6,53%	5,07%	5,00%	0,145
S.COSTA	70,81%	11,01%	6,60%	2,87%		0,519
SAG GEST	10,24%	75,76%	5,52%	2,00%		0,588
SEMAPA	19,75%	10,02%	12,01%	19,94%	16,90%	0,132
SONAE IND.SGPS	58,13%					0,338
SONAE, SGPS	53,02%	2,49%	3,51%			0,283
SONAECOM, SGPS	50,25%	19,19%	7,96%	0,52%	0,01%	0,283
SPORTING FC	78,86%	10,17%				0,632
SUMOLIS	79,72%	2,12%	2,10%			0,636
TEIXEIRA DUARTE	38,33%	10,00%	10,08%			0,167
TOYOTA CAETANO	60,00%	27,00%	4,22%	3,34%		0,436
VAA VISTA ALEGRE	19,87%	19,99%	20,00%			0,119
ZON MULTIMEDIA	13,93%	7,74%	6,06%	5,46%	5,00%	0,035

## 5. INTEREST COVERAGE RATIO

Empresa	2007		
	EBIT	EFL	ICR
ALTRI SGPS	75778	33840,116	2,23929
BENFICA SAD	22235,164	6992,079	3,18
BRISA	281412,00	102828,00	2,74
CIMPOR, SGPS	438130,00	58304,00	7,51
CIRES	1719,65	815,58	2,11
COFINA, SGPS	16934,52	5114,85	3,31
COMPTA	-1747,318	1965,511	0
CORTICEIRA AMORIM	36986,00	11289,00	3,28
ESTORIL SOL	27013,24	12010,698	2,25
FISIPE	-762,666	1348,766	0
FCP SAD	8931,514	5802,269	1,54
GALP ENERGIA-NOM	1010839	33668	30,02
GLINTT	2631,104	1170,432	2,25
IBERSOL, SGPS	21955,809	3838,281	5,72
IMOB.C GRAO PARA	-3469,996	1409,694	0
IMPRESA, SGPS	38752,845	14207,219	2,73
INAPA-INV.P.GESTAO	29144	35382	0,82
J.MARTINS, SGPS	225180	59464	3,79
LISGRAFICA	4211,3	2442,842	1,72
MARTIFER	21764,22	11724,124	1,86
MEDIA CAPITAL	34367,06	8410,982	4,09
MOTA ENGL	148186,387	107453,07	1,38
NOVABASE, SGPS	13858	3481	3,98
OREY ANTUNES ESC.	2769,956	1223,915	2,26
P.TELECOM	915711,783	197368,292	4,64
PAP.FERNANDES	-1468	2776	0
PORTUCEL	260323,032	232782,027	1,12
REDITUS, SGPS	2720,449	17640,887	0,15
REN	256094	82813	3,09
S.COSTA	23491,882	10688,868	2,20
SAG GEST	47614,828	100323,481	0,47
SEMAPA	303290,635	58574,635	5,18
SONAE IND.SGPS	205034,212	80541,095	2,55
SONAE, SGPS	456497,196	124193,129	3,68
SONAECOM, SGPS	-877103,67	27283,818	0
SPORTING FC	17454	1806	9,66
SUMOLIS	6598,41612	4475,63422	1,47
TEIXEIRA DUARTE	69906	84698	0,83
TOYOTA CAETANO	16049,685	2168,472	7,40
VAA VISTA ALEGRE	-7077	4538	0
ZON MULTIMEDIA	73517,409	9617,744	7,64

## 6. ROE

Empresa	2.007			2.006			2.005			2.004			2.003			ROE Médio
	RL	E	ROE	RL	E	ROE	RL	E	ROE	RL	E	ROE	RL	E	ROE	
ALTRI SGPS	35.256	546.676	6,45%	21.109	416.417	5,07%	10.567	155.900	6,78%							6,10%
BENFICA SAD	15.274	180.000	8,49%													8,49%
BRISA	254.731	6.030.000	4,22%	168.297	5.670.000	2,97%	298.915	4.296.000	6,96%	192.243	4.050.000	4,75%	151.675	3.180.000	4,77%	4,73%
CIMPOR,SGPS	251.284	4.032.000	6,23%	233.171	4.226.880	5,52%	187.718	3.124.800	6,01%	263.815	2.788.800	9,46%	185.883	2.755.200	6,75%	6,79%
CIRES	1.289	25.050	5,15%	1.229	22.200	5,54%	958	19.200	4,99%	431	23.934	1,80%	54	22.050	0,25%	3,54%
COFINA,SGPS	10.134	156.926	6,59%	9.702	183.593	5,28%	10.621	153.849	6,90%	12.492	186.670	6,69%	9.831	128.207	7,67%	6,63%
COMPTA	843	1.740	48,43%	-3.891	2.580	-150,82%	-4.557	5.100	-89,35%	-5.887	5.400	-109,02%	-1.811	4.950	-36,59%	-67,47%
CORTICEIRA AMORIM	24.479	260.680	9,39%	21.397	260.680	8,21%	16.519	196.840	8,39%	15.754	140.980	11,17%	8.118	152.950	5,31%	8,49%
ESTORIL SOL	16.372	77.719	21,07%	19.074	94.870	20,11%	3.185	92.951	3,43%	-712	103.865	-0,69%	-21.129	109.382	-19,32%	4,92%
FISIPE	-18.114	21.700	-83,47%	644	29.450	2,19%	-4.341	34.100	-12,73%	-18.114	8.000	-226,42%	-25.760	11.200	-230,00%	-110,09%
FCP SAD	2.033	34.500	5,89%	-30.452	37.350	-81,53%	-1.139	38.250	-2,98%	24.823			-18.069			-15,72%
GALP ENERGIA-NOM	776.627	15.249.919	5,09%	754.774	5.754.999	13,12%	700.657									9,10%
GLINTT	1.613	58.666	2,75%	311	83.654	0,37%	-13.972	105.477	-13,25%	2.584	111.000	2,33%	-16.387	56.940	-28,78%	-7,32%
IBERSOL,SGPS	13.264	229.400	5,78%	11.418	195.000	5,86%	9.567	120.000	7,97%	11.998	97.800	12,27%	9.616	78.200	12,30%	8,84%
IMOB.C GRAO PARA	-4.292	9.000	-47,68%	1.551	10.125	15,32%	-10.866	11.125	-97,67%	-7.323	53.000	-13,82%	-2.414	5.100	-47,34%	-38,24%
IMPRESA,SGPS	18.805	199.080	9,45%	17.576	196.560	8,94%	23.768	210.000	11,32%	6.211	243.600	2,55%	-10.202	147.000	-6,94%	5,06%
INAPA-INV.P.GESTAO	-10.256	138.000	-7,43%	-53.062	80.400	-66,00%	1.709	85.200	2,01%	4.467	50.700	-104,66%	1.180	51.600	2,29%	-34,76%
J.MARTINS,SGPS	150.909	3.398.183	4,44%	150.908	2.139.597	7,05%	145.761	1.598.405	9,12%	130.927	1.220.829	10,72%	58.246	885.734	6,58%	7,58%
LISGRAFICA	-6.748	10.000	-67,48%	-2.327	4.600	-50,59%	-1.206	6.720	51,82%	2.282	9.400	24,28%	-5.148	6.640	-77,53%	-23,90%
MARTIFER	26.209	815.000	3,22%													3,22%
MEDIA CAPITAL	30.321	530.743	5,71%	15.555	705.685	2,20%	12.740	605.960	2,10%	9.884	460.597	2,15%				3,04%
MOTA ENGIL	107.745	1.047.735	10,28%	37.635	1.051.827	3,58%	37.536	665.066	5,64%	27.964	405.179	6,90%	19.576	311.046	6,29%	6,54%
NOVABASE,SGPS	10.291	102.683	10,02%	5.512	172.708	3,19%	3.919	182.409	2,15%	5.475	177.165	3,09%	1.376	166.710	0,83%	3,86%
OREY ANTUNES ESC.	1.450	27.900	5,20%	1.350	27.600	4,89%	1.297	27.750	4,68%	1.473	19.950	7,38%				5,54%

Empresa	2.007			2.006			2.005			2.004			2.003			ROE Médio
P.TELECOM	834.707	9.160.394	9,11%	954.128	9.279.200	10,28%	688.956	9.651.723	7,14%	725.212	10.615.014	6,83%	240.235	10.009.194	2,40%	7,15%
PAP.FERNANDES	-3.801	6.545	-58,07%	-4.403	6.435	-68,42%	-182	6.160	-2,95%	-1.382	10.038	-13,77%	-3.623	10.863	-33,36%	-35,32%
PORTUCEL	153.971	1.703.850	9,04%	124.671	1.842.000	6,77%	63.291	1.289.400	4,91%	51.288	1.097.525	4,67%	998	1.074.500	0,09%	5,10%
REDITUS,SGPS	505	59.800	0,84%	289	22.750	1,27%	2.596	21.710	11,96%	9.691	26.910	36,01%	-3.019	8.840	-34,16%	3,19%
REN	145.208	1.933.080	7,51%	496.622		#DIV/0!										7,51%
S.COSTA	12.361	331.200	3,73%	6.740	91.770	7,34%	581	56.000	1,04%	-2.925	60.480	-4,84%	-2.628	63.040	-4,17%	0,62%
SAG GEST	39.974	526.270	7,60%	24.125	298.785	8,07%	33.483	255.000	13,13%	24.978	192.000	13,01%	742.724	214.500		8,36%
SEMAPA	161.483	1.037.776	15,56%	126.585	1.046.059	12,10%	398.483	805.844	49,45%	208.625	485.163	43,00%	40.073	425.997	9,41%	30,03%
SONAE IND.SGPS	89.430	931.000	9,61%	33.646	1.050.000	3,20%	36.432	896.000	4,07%							5,63%
SONAE,SGPS	356.714	3.960.000	9,01%	338.678	3.020.000	11,21%	648.192	2.360.000	27,47%	415.883	2.140.000	19,43%	264.975	1.320.000	20,07%	17,44%
SONAECOM,SGPS	37.165	1.208.615	3,08%	-4.869	1.838.559	-0,26%	11.554	246.117	4,69%	38.832	194.575	19,96%	-19.171	122.175	-15,69%	2,35%
SPORTING FC	597	32.970	1,81%	14.480	56.700	25,54%	313	56.700	0,55%	54.670	52.080	104,97%	-9.222	27.170.000	-0,03%	26,57%
SUMOLIS	257	84.105	0,31%	1.807	90.042	2,01%	-1.296	72.231	-1,79%	-1.552	75.694	-2,05%	1.024	71.736	1,43%	-0,02%
TEIXEIRA DUARTE	127.591	877.800	14,54%	49.301	835.800	5,90%	132.106	558.600	23,65%	62.766	424.200	14,80%	10.874	743.400	1,46%	12,07%
TOYOTA CAETANO	11.125	70.350	15,81%	15.405	93.800	16,42%	4.588	91.350	5,02%	5.468	90.300	6,06%	-8.696	97.300	-8,94%	6,88%
VAA VISTA ALEGRE	-12.367	18.855	-65,59%	-14.878	18.855	-78,91%	-18.330	1.079	-1698,65%	-13.830	3.183	-434,45%	-29.481	4.101	-718,94%	-599,31%
ZON MULTIMEDIA	51.739	2.951.875	1,75%	74.131	3.016.785	2,46%	113.042	2.982.784	3,79%	125.661	2.901.024	4,33%	30.716	1.208.106	2,54%	2,97%

## 7. TAXA DE CRESCIMENTO MÉDIO DAS VENDAS

Empresa	Volume de negócios			Taxa de cresc.		Tx Cresc. Média
	2005	2006	2007	2006	2007	
ALTRI SGPS	197.741	285.691	409.486	44,48%	43,33%	0,44
BENFICA SAD	34.194	38.644	44.484	13,02%	15,11%	0,14
BRISA	560.180	559.573	622.638	-0,11%	11,27%	0,05
CIMPOR,SGPS	1.534.851	1.638.892	1.966.057	6,78%	19,96%	0,13
CIRES	154.765	158.175	157.434	2,20%	-0,47%	0,01
COFINA,SGPS	109.707	114.440	121.356	4,31%	6,04%	0,05
COMPTA	18.448	13.952	12.527	-24,37%	-10,21%	-0,17
CORTICEIRA AMORIM	428.010	442.552	453.770	3,40%	2,53%	0,03
ESTORIL SOL	185.583	225.924	253.453	21,74%	12,19%	0,17
FISIPE	86.949	106.070	98.698	21,99%	-6,95%	0,08
FCP SAD	26.715	44.163	46.198,21	65,31%	4,61%	0,35
GALP ENERGIA-NOM	11.126.563	12.209.719	12.560.113	9,73%	2,87%	0,06
GLINTT	54.586	51.959	58.449	-4,81%	12,49%	0,04
IBERSOL,SGPS	142.378	166.303	203.382	16,80%	22,30%	0,20
IMOB.C GRAO PARA	7.293	7.627	3.530	4,57%	-53,72%	-0,25
IMPRESA,SGPS	255.323	252.566	275.064	-1,08%	8,91%	0,04
INAPA-INV.P.GESTAO	1.087.781	1.077.161	1.057.213	-0,98%	-1,85%	-0,01
J.MARTINS,SGPS	13.253	14.087	11.900	6,29%	-15,52%	-0,05
LISGRAFICA	33.427	33.924	34.112	1,49%	0,55%	0,01
MARTIFER	148.405	250.419	487.671	68,74%	94,74%	0,82
MEDIA CAPITAL	212.315	214.671	204.096	1,11%	-4,93%	-0,02
MOTA ENGLIL	1.381.001	1.308.233	1.401.900	-5,27%	7,16%	0,01
NOVABASE,SGPS	226.400	261.503	313.197	15,50%	19,77%	0,18
OREY ANTUNES ESC.	66.546	63.802	71.219	-4,12%	11,62%	0,04
P.TELECOM	6.284.342	5.672.120	6.067.962	-9,74%	6,98%	-0,01
PAP.FERNANDES	33.584	29.365	25.201	-12,56%	-14,18%	-0,13
PORTUCEL	1.029.086	1.080.659	1.147.395	5,01%	6,18%	0,06
REDITUS,SGPS	19.835	25.458	29.845	28,35%	17,23%	0,23
REN	364.533	387.720	554.692	6,36%	43,07%	0,25
S.COSTA	553.773	562.296	550.541	1,54%	-2,09%	0,00
SAG GEST	730.324	733.860	739.062	0,48%	0,71%	0,01
SEMAPA	1.490.226	1.547.035	1.435.375	3,81%	-7,22%	-0,02
SONAE IND.SGPS	1.465.020	1.699.315	2.066.285	15,99%	21,60%	0,19
SONAE,SGPS	4.116.902	4.383.803	4.627.725	6,48%	5,56%	0,06
SONAECOM,SGPS	843.461	836.040	892.694	-0,88%	6,78%	0,03
SPORTING FC	29.815	27.810	31.697	-6,72%	13,98%	0,04
SUMOLIS	165.304	172.783	172.189	4,52%	-0,34%	0,02
TEIXEIRA DUARTE	629.457	755.859	1.011.513	20,08%	33,82%	0,27
TOYOTA CAETANO	457.241	484.693	545.530	6,00%	12,55%	0,09
VAA VISTA ALEGRE	79.591	75.961	68.324	-4,56%	-10,05%	-0,07
ZON MULTIMEDIA	617.001	656.932	710.072	6,47%	8,09%	0,07

## 8. COMPOSIÇÃO DO PSI 20 EM 31/12/2007

ALTRI SGPS
B COM PORTUGUES
B ESPIRITO SANTO
BANCO BPI
BRISA
CIMPOR SGPS
EDP
GALP ENERGIA-NOM
IMPRESA SGPS
J MARTINS SGPS
MOTA ENGIL
P TELECOM
PORTUCEL
PT MULTIMEDIA
REN
S COSTA
SEMAPA
SONAE IND SGPS
SONAE SGPS
SONAECOM SGPS