

**O IMPACTO DA PRESENÇA E
CARACTERÍSTICAS DOS
ADMINISTRADORES INDEPENDENTES NO
DESEMPENHO DAS EMPRESAS
- O CASO PORTUGUÊS -**

por

Sandra Isabel Carneiro Nogueira

Dissertação do Mestrado em Finanças

Orientador: Professor Doutor Jorge Bento Ribeiro Barbosa Farinha

2011

NOTA BIOGRÁFICA

Sandra Isabel Carneiro Nogueira nasceu a 28 de Abril de 1986 em Campanha, Porto.

Frequentou a Escola Secundária Dr. Joaquim Gomes Ferreira Alves em Valadares, Vila Nova de Gaia, tendo terminado no ano lectivo 2003/2004 com a média final de 16 valores.

Ingressou na licenciatura em Gestão Financeira e Fiscal no Instituto de Estudos Superiores Financeiros e Fiscais (IESF), com a classificação final de 16 valores.

Inicia o Mestrado em Finanças na Faculdade de Economia do Porto no ano de 2007 e conclui a componente curricular com a média de 15 valores.

A carreira profissional inicia-se em 2007 com o estágio curricular no Departamento Financeiro da Sonae Capital, com a média final de estágio de 17 valores.

Em Setembro de 2008, ingressou no Banco BPI na área comercial, onde se mantém até à presente data.

AGRADECIMENTOS

A conclusão desta dissertação só foi possível graças ao apoio de algumas pessoas.

Dirijo-me em primeiro lugar ao meu orientador, Professor Doutor Jorge Farinha, por toda a sua disponibilidade e conhecimentos que me transmitiu ao longo da elaboração desta dissertação.

Aos meus colegas do Mestrado em Finanças, Bruno Costa e Domingos Gonçalves, pelo apoio, companheirismo e troca de conhecimentos ao longo de todo o Mestrado.

Um obrigado a todos os meus amigos, em especial à Juliana, Rita e Susana por toda a amizade que sempre demonstraram, tornando-se pilares essenciais na conclusão desta etapa.

Ao meu namorado Luís Filipe, pela paciência e incentivos em ajudar-me a concluir a tese.

Um especial agradecimento à minha família por tudo o que sempre fizeram por mim.

Ao Banco BPI pela subsidiação de parte desta formação e aos meus colegas de trabalho que, de certa forma, me incentivaram na conclusão do mestrado.

RESUMO

O objecto de estudo desta dissertação consiste na análise da relação entre o desempenho das empresas cotadas portuguesas e a presença e as características dos Administradores Independentes no Conselho de Administração.

Usando como amostra 33 empresas cotadas no Psi-20 e Psi-Geral será analisado de que forma diversas medida de desempenho (ROE, ROA e Tobin-Q) se relacionam com a proporção, género, idade, nacionalidade, grau de formação e formação académica dos Administradores Independentes.

Conclui-se que de um modo geral a relação entre a proporção de administradores independentes e o desempenho da empresa é pouco significativa, estando de acordo com a literatura existente. Contudo, existe uma evidência moderada de que administradores independentes com mais idade no Conselho de Administração conduz tendencialmente a um pior desempenho nas empresas.

ABSTRACT

The present thesis analyzes the relationship between the performance of Portuguese listed companies and the presence and characteristics of independent directors on the board.

Using a sample of 33 companies quoted in PSI-20 and PSI-Geral, will be discussed how the various performance measures (ROE, ROA and Tobin-Q) are related with the ratio, gender, age, nationality, level of training and academic of the independent directors.

Though this study, it has been possible to infer that the relationship between the proportion of independent directors and the performance of these companies is not meaningful, which is consistent with the existing literature. However, there is certain evidence that older independent directors tends to lead the companies to worse performances.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	1
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	4
2.1 CORPORATE GOVERNANCE	4
2.2. TEORIAS DE CORPORATE GOVERNANCE.....	5
2.3. CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL	6
2.4. CMVM versus CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS	8
2.5. MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE	9
2.5.1 Modelo Monista (latino).....	9
2.5.2 Modelo Anglo-Saxónico	10
2.5.3 O Modelo Dualista.....	10
3. ADMINISTRADOR INDEPENDENTE.....	12
4. EFEITO CAUSALIDADE	17
4.1 Impacto da composição do Conselho de Administração na Performance da Empresa	17
4.2 Impacto da performance da Empresa na Composição do Conselho de Administração	19
4.3 Definição do efeito causalidade.....	20
5. DEFINIÇÃO DA AMOSTRA, VARIÁVEIS E METODOLOGIA.....	21
5.1. AMOSTRA	21
5.2 VARIÁVEIS	22
5.2.1. Variáveis Independentes	22
5.2.2. Variáveis Dependentes	28
5.2.3. Variáveis de Controlo Sectorial	29

5.3 METODOLOGIA – MODELO ESTATÍSTICO.....	30
6. HIPÓTESES, ESTATÍSTICA E RESULTADOS	31
6.1. HIPÓTESES	31
6.2 TESTES UNILATERAIS - RESULTADOS ESTATÍSTICOS	34
6.3 TESTES MULTIVARIADOS.....	35
6.3.1 Administradores Independentes <i>versus</i> Desempenho da Empresa.....	35
6.4. TESTES DE ROBUSTEZ	39
6.4.1. Resultados do Modelo com a inclusão da variável Dummy – Modelos de Corporate Governance.....	39
6.4.2. Resultados do Modelo com a exclusão das empresas do Sector Financeiro.....	42
6.4.3 Testes Adicionais	42
7. CONCLUSÕES DO ESTUDO	43
8. LIMITAÇÕES	50
9. BIBLIOGRAFIA	52
10. ANEXOS.....	59

ÍNDICE TABELA

Tabela 1 – Amostra.....	22
Tabela 2 – Variáveis Independentes/Explicativas.....	23
Tabela 3 – Variáveis Dependentes.....	28
Tabela 4 – Divisão Sectorial.....	29
Tabela 5 – Estatísticas Descritivas	34
Tabela 6 – Descrição das Variáveis	35
Tabela 7 - Administradores Independentes vs Desempenho da Empresa.....	36
Tabela 8 - Administradores Independentes vs Desempenho da Empresa (Com a inclusão da variável Dummy dos Modelos de CG)	40
Tabela 9 – Monotonia das Funções	49

ÌNDICE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 – Modelo Monista	10
Ilustração 2 – Modelo Anglo-Saxónico	10
Ilustração 3- Modelo Dualista.....	11
Ilustração 4 - Percentagem de Administradores Independentes no Conselho de Administração (Ano de 2008)	14

1. INTRODUÇÃO

Muitas foram as notícias de escândalos financeiros e contabilísticos na última década que colocaram em questão a ética e a eficácia dos sistemas de monitorização dos gestores e a possível perda de credibilidade do sistema financeiro enquanto mecanismo de supervisão. Casos como a Enron em 2001, Vivendi Universal e Worldcom em 2002, Ahold e Parmalat em 2003 ou mais recentemente o caso de Bernard Madoff, entre outros escândalos financeiros, fizeram e fazem ainda parte do nosso dia-a-dia.

A existência de um Conselho de Administração que possa ser considerado ideal tem sido objecto de um grande debate entre os estudiosos. Para Monks e Minow (2001), a estrutura ideal seria aquela que fosse capaz de possibilitar a obtenção dos melhores resultados. Kang e Sorensen (1999) sugerem que não há uma estrutura do Conselho ideal, mas sim um conjunto de variáveis como o contexto competitivo, legal e social bem como a experiência de cada administrador, que farão da estrutura organizativa aproximar-se da “ideal”.

Daqui surge a grande importância que se tem dado ao Governo das Sociedades ou *Corporate Governance*. Mas afinal o que é o Governo das Sociedades? De acordo com o Cadbury Report (1992), o governo das sociedades é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Segundo Shleifer *et al.* (1997), chama-se governo das sociedades ao sistema de relacionamento entre os accionistas, os auditores independentes, os gestores da empresa e o conselho de administração, liderado por estes últimos.

Neste contexto, um adequado sistema de Corporate Governance, segundo Marques (2008) deve:

- Garantir a Transparência (informação clara e comparável sobre o desempenho da empresa);
- Assegurar a defesa dos accionistas e dos credores (equidade e alinhamento de interesses);
- Responsabilizar os gestores pelo incumprimento dos objectivos e pela violação das leis (*accountability*/responsabilidade);

- Ser conforme os *standards* internacionais (por exemplo, Princípios da OCDE 1999);
- Ser ajustado à realidade do País, seguindo as suas normas internas. Em Portugal, por exemplo, através das Recomendações da CMVM e do Código das Sociedades Comerciais

No entanto e ainda antes dos episódios de vários escândalos financeiros, muitos foram os acontecimentos que desencadearam um movimento nas normas recomendatórias e de práticas de bom governo. A liberdade de circulação de capitais, bens e serviços, a crescente relevância das bolsas de valores como fonte de financiamento das empresas, a concretização de programas nacionais de privatizações de empresas públicas e a vaga de fusões e aquisições (ocorridas sobretudo nos anos oitenta e noventa) contribuíram para que se levasse para o primeiro plano as questões relativas à protecção dos interesses dos accionistas, incluindo a transparência da informação financeira e o debate em torno dos mecanismos mais adequados de governo societário.

Entre os primeiros códigos europeus publicados surge o “Código de Boas Práticas” dirigido a sociedades cotadas e incluído no Relatório *Cadbury*, publicado em 1992 no Reino Unido. No seguimento do pioneirismo britânico, foram publicados, além do Relatório *Cadbury*, os “Princípios de Governo das Sociedades”, publicados originariamente pela OCDE em 1999 e objecto de versão actualizada em 2004.

Em Portugal a grande preocupação com o Corporate Governance ocorreu em 1999 com aprovação da CMVM de 17 recomendações relativas a práticas de governo societário a observar pelas empresas admitidas à negociação. Estas recomendações sofreram algumas alterações ao longo dos anos, ajustando-se às exigências da evolução da conjuntura.

Um outro aspecto do Corporate Governance que tem sido objecto de cepticismo é a acção dos administradores independentes, enquanto fiscalizadores e avaliadores do desempenho da equipa de gestão.

Neste sentido, esta dissertação irá debruçar-se sobre esta figura que tem ganho cada vez mais relevo nas empresas, nomeadamente, na composição do Conselho de Administração das empresas cotadas portuguesas: os administradores independentes.

Numa fase inicial irá ser abordado a evolução do conceito de Corporate Governance em Portugal, inserindo os Administradores Independentes no seio do Corporate Governance. Num segundo capítulo será feita uma análise das empresas que constituem o PSI, no que diz respeito à experiência e ao currículo dos administradores independentes, de forma a perceber a constituição dos órgãos de supervisão e fiscalização das empresas cotadas portuguesas. Daqui pretende-se perceber qual a relação existente entre a constituição das empresas cotadas portuguesas, no que respeita aos administradores independentes, e algumas variáveis importantes no desenvolvimento e crescimento da empresa: ROE, ROA e Tobin-Q.

No último capítulo serão retiradas as conclusões sobre de que forma a proporção de administradores independentes e as suas características influenciam a performance das empresas cotadas portuguesas.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 CORPORATE GOVERNANCE

O conceito de Corporate Governance é relativamente recente. Os principais desenvolvimentos nas duas últimas décadas em matéria de Corporate Governance foram desencadeados por situações de crise. Os escândalos da sociedade britânica como o BCCI e o Mirror Group levaram ao surgimento do Código Cadbury (1992); os princípios da OCDE (1999) foram uma resposta à crise asiática de 1997-1998 e outros episódios como Enron, Worldcom (2002) levaram ao surgimento de várias iniciativas das autoridades e organismos de supervisão ao nível internacional.

Estes episódios despoletaram dúvidas sobre a credibilidade da informação financeira prestada e a eficácia do sistema de fiscalização das sociedades cotadas em bolsa. Daqui surgiu a preocupação de que um inadequado sistema de governo societário pudesse provocar desequilíbrios organizacionais e globais (garantia de segurança e confiança dos mercados), Marques (2008).

Assim, a responsabilidade, transparência com os clientes, accionistas, fornecedores, consumidores, autoridades e outros parceiros sociais; o respeito pelos direitos humanos assim como a promoção da qualificação e desenvolvimento de carreiras dos seus profissionais e partilha das melhores práticas são, entre outros, alguns dos vectores principais associados aos conceitos de Corporate Governance e de boa cidadania empresarial.

Não existe uma definição única de Corporate Governance, existem sim múltiplas perspectivas e definições deste mesmo conceito. No entanto, todas as definições espelham o mesmo propósito: supervisionar e monitorizar as acções de uma empresa com a finalidade de proteger os interesses de todas as partes que integram uma sociedade.

O Corporate Governance, segundo Bessler, Kaen e Sherman (1998) pode ser entendido sob forma de duas perspectivas: por um lado, estes autores consideram que a problemática do Governo das Sociedades é parte integrante de um debate mais amplo

relativo à questão de como organizar a actividade económica de modo a atingir objectivos sociais fundamentais relativos à equidade, justiça, liberdade e responsabilidade dos cidadãos; por outro lado, levam esta problemática para a vertente mais económica, como um fim em si mesmo.

No entanto, existem outros autores que salientam o Corporate Governance enquanto meio para atingir a eficiência económica havendo o controlo dos gestores pelos accionistas e, também, pelos credores, como refere Sheilfer e Vishny (1997). Um outro conceito rege-se pelo facto do Corporate Governance permitir a redução dos custos de transacção e custos de agência, por parte dos Investidores, associados à realização de negócios da sociedade, segundo Macey (1998).

Um dos estudos mais conhecidos sobre o valor do governo das sociedades foi conduzido pela *Mckinsey Company* (McKinsey, 2000). Neste estudo, foram entrevistados investidores na Europa, Ásia e América Latina. O objectivo era saber se os investidores estavam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governo das sociedades e de quanto seria esse “prémio” pelo bom governo. De acordo com os resultados, mais de 80% dos entrevistados estariam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governo das sociedades. Sendo que 75% dos investidores considera o governo das sociedades tão importante quanto o desempenho financeiro da empresa. O prémio pelo bom governo variava de 18% a 28%.

Deste modo, estes estudos sugerem que melhores práticas de governo podem trazer um aumento significativo no valor da acção da empresa no mercado.

2.2. TEORIAS DE CORPORATE GOVERNANCE

A problemática do Corporate Governance assenta de um modo especial num conjunto de diversas teorias que têm vindo a ser propostas ao longo das últimas décadas.

Por um lado, temos a Teoria de Agência. A separação entre propriedade e controlo numa empresa leva a potenciais conflitos entre os gestores e accionistas (e também dos restantes *stakeholders* da empresa) (Jensen e Meckling, 1976 e Rozeff, 1982). Estes conflitos são conhecidos por custos de agência.

Os custos de agência surgem sempre que gestores-proprietários de uma empresa vendem parte das suas acções a investidores que não têm interferência na gestão (Jensen e Meckling, 1976 e Rozeff, 1982). Contudo e face à ineficiência dos mercados no que concerne nomeadamente à assimetria de informação, esta teoria considera que os gestores tendem a defender os seus interesses e não os dos accionistas mas que os custos de agência daí resultantes poderão ser reduzidos substancialmente quando os gestores detêm uma participação suficientemente significativa no capital das empresas.

Por outro lado, temos a “*Stewardship Theory*” que defende que os executivos tendem a actuar mais no interesse da empresa do que no seu próprio interesse, isto porque estes responsáveis valorizam mais os aspectos de auto-reconhecimento, prestígio, realização profissional, responsabilidade, altruísmo, crenças, respeito pela autoridade e a motivação intrínseca pela satisfação na realização das suas tarefas. Esta teoria cresceu a partir da obra seminal de Donaldson e Davis (1989, 1991).

Relativamente a teorias que valorizem o exterior da organização temos a “*Resource Dependence Theory*”, (Aldrich e Pfeffer, 1976; Pfeffer e Salancik, 1978) que toma em consideração os sistemas abertos em que as organizações se inserem, as transacções com o seu meio envolvente, e os constrangimentos que advém das redes de interdependência com outras organizações. (Todo Bom, 2005)

Por fim temos a “*Stakeholders Theory*” que privilegia a maximização da riqueza criada pela empresa para todas as partes interessadas nesta, não se restringindo apenas à preocupação com o valor das acções dos *shareholders*, pelo que os gestores deveriam ter em conta o efeito das decisões empresariais sobre todos os *stakeholders* da empresa (Todo Bom, 2005)

2.3. CORPORATE GOVERNANCE EM PORTUGAL

Em Portugal, alguns dos princípios de Corporate Governance são consagrados no Código das Sociedades Comerciais mas, a transposição para o mercado português desta temática foi realizada através da aprovação, pela CMVM, em Outubro de 1999, de um conjunto de Recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar no exercício da direcção e controlo das sociedades admitidas à negociação.

Os princípios orientadores deste documento regem-se pela transparência de maior controlo extra e intra-societário das empresas cotadas, como veremos no ponto seguinte.

Desta forma, o Governo das Sociedades subdivide-se em duas vertentes:

- Interna: desenvolve o conjunto de regras dentro de cada organização;
- Externa: reporta-se à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a actuação dos investidores institucionais apresenta importância de capital.

As recomendações da CMVM (2005) constituem actualmente a face mais visível do tratamento do Corporate Governance em Portugal e referem-se a este conceito como “*o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direcção e do controlo das sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado. Esta análise sobre o governo das sociedades cotadas não procura impor modelos rígidos e uniformes. O seu objectivo é antes o de procurar contribuir para a optimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na actividade societária – investidores, credores e trabalhadores*”.

Contudo, o quadro normativo nacional sobre esta matéria é muito mais abrangente integrando para além destas recomendações, um conjunto de normas legais e regulamentos (quer de natureza legislativa, quer regulamentar) não só recomendatórios, como também obrigatórios, incluídos em diferentes épocas distintas. (Livro Branco sobre o Governo das Sociedades (2006))

A ideia primordial subjacente ao Governo das Sociedades é a de que as sociedades cotadas devem estar à altura das expectativas nelas depositadas pelos investidores. Sendo assim, cada empresa deverá direccionar os seus objectivos em benefício da generalidade dos accionistas e não em função de interesses individuais ou de interesses de determinados grupos de accionistas, com os quais podem ter relações comerciais preferenciais ou para o benefício de determinados elementos da Administração.

Daí a importância da divulgação por cada empresa das suas regras ao nível da Administração, repartição das competências sobre as diversas matérias e formas de

ultrapassar determinados conflitos de interesse. Esta divulgação por parte das empresas deverá ser realizada anualmente referindo o grau de cumprimento destas recomendações, como podemos observar um Exemplo das recomendações no Anexo 1.

2.4. CMVM versus CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS

O Corporate Governance em Portugal rege-se essencialmente por dois documentos principais. Estes documentos espelham as ideias fundamentais do Corporate Governance bem como as exigências que são feitas às empresas cotadas portuguesas de forma a cumprirem com a legislação em vigor. Foi assim, a partir destas legislações e com a internacionalização das sociedades, que o valor dado a esta problemática foi aumentado.

Por um lado, temos as recomendações da CMVM. Estas recomendações sofreram uma evolução ao mesmo tempo que os conceitos se foram modificando. Houve uma evolução notória com este documento. Inicialmente em 1999 estas recomendações assentavam na intenção de assegurar ao mercado a informação sobre o grau de cumprimento das recomendações. Ao longo do tempo, as recomendações tornaram-se progressivamente mais exigentes mantendo todavia para as empresas a mesma filosofia de obrigatoriedade de informar de que forma estas cumprem as obrigações exigidas pela CMVM e, se isso não acontecer, a razão para tal acontecimento.

Uma adequada reacção do mercado apenas é possível se o modelo de governo de cada sociedade cotada for conhecido em detalhe. É aqui que assenta de um modo especial a relevância da publicação do relatório sobre Governo das Sociedades em anexo ao relatório anual de gestão ou em capítulo separado deste.

Em 2003, procedeu-se a uma nova revisão das Recomendações da CMVM, para assegurar a sua actualidade e ajustamento às preocupações nacionais e internacionais, assim como as exigências do mercado e investidores.

Paralelamente às recomendações da CMVM, temos o Código das Sociedades Comerciais (CSC). Recentemente este código veio introduzir o conceito de independência ao conceito de administradores das sociedades cotadas. Mais concretamente, veio introduzir esta noção aos membros que integram a Comissão de Auditoria do Conselho de Administração. No entanto, para os outros órgãos de

supervisão e gestão este conceito já era aplicado, sendo que o Código sujeita os administradores não executivos a requisitos de independência e requisitos e de incompatibilidade (artigo 414.º - A do CSC, ver Anexo 2).

Podemos constatar que há divergências entre estas duas disposições nacionais. Enquanto na regulamentação da CMVM existe apenas a independência, qualidade que se pode ou não ter, no CSC existem certas circunstâncias que vão mais longe do que sugerir a independência. Neste seguimento, a regulamentação da CMVM difere do CSC pois consagra um conjunto razoavelmente vasto de situações que enquadra o administrador como independente, muitas delas reguladas como incompatibilidades no Código das Sociedades Comerciais.

2.5. MODELOS DE CORPORATE GOVERNANCE

Os modelos de Corporate Governance variam de País para País, influenciados pelo particular registo histórico, social, cultural e económico de cada País. A heterogeneidade das empresas é também influente na escola do modelo societário.

O Código das Sociedades Comerciais prevê a existência de três modelos distintos: um modelo monista, um modelo de matriz anglo-saxónico e um modelo dualista.

2.5.1 Modelo Monista (latino): Este modelo é constituído por 3 órgãos: Assembleia Geral, Conselho Fiscal ou Fiscal Único e Conselho de Administração.

O Conselho de Administração deste modelo é integrado por dois tipos de administradores: os administradores executivos (*insiders*) e os administradores não executivos (*outsiders*). Os membros do conselho fiscal são maioritariamente independentes. Neste modelo, compete ao Conselho de Administração gerir as actividades da sociedade, sem prejuízo da delegação de competências de uma Comissão Executiva, devendo subordinar-se as decisões da Assembleia Geral ou do órgão de fiscalização nos casos em que a lei ou os estatutos o determinam (Instituto Português do Corporate Governance (2011)).

Ilustração 1 – Modelo Monista



2.5.2 Modelo Anglo-Saxónico: Este modelo é constituído por 3 órgãos: Assembleia Geral, Fiscal Único e Conselho de Administração. A grande vantagem deste modelo é a proximidade do órgão de fiscalização em relação ao órgão de administração. O conselho de Administração desempenha um papel de gestão, a comissão de auditoria de fiscalização e o ROC audita as contas da empresa.

Ilustração 2 – Modelo Anglo-Saxónico



2.5.3 O Modelo Dualista: este modelo é constituído por 4 órgãos: Assembleia-Geral, o Conselho Geral, o Conselho Executivo e o ROC. Este modelo visa criar uma estrutura intermédia (Conselho Geral) entre o conselho de administração e os gestores de topo. O Conselho Geral desempenha um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos, sendo nomeados pela Assembleia-Geral. O conselho executivo é composto por membros eleitos pelo Conselho

Geral ou AG. O presidente do conselho geral e o gestor de topo são duas pessoas distintas, sendo o primeiro usualmente designado por *Chairman* e o segundo *Chief Executive Officer* (CEO). Esta separação dos papéis é importante como forma de evitar a concentração de poderes. Este modelo é conotado como o modelo das empresas da Europa Continental (Alemanha, França, Portugal, Espanha, Itália).

Ilustração 3- Modelo Dualista



A estrutura de propriedade, o papel e a relevância do mercado de capitais são características indissociáveis de cada um dos modelos. Enquanto a propriedade dispersa predomina no modelo dualista, no modelo monista e anglo-saxónico a propriedade é muito concentrada, com bancos, empresas e famílias a dominarem expressivas fatias do capital das empresas cotadas (La Porta *et al*, 1998).

Em Portugal, os primeiros modelos adoptados foram os modelos Monistas. No entanto, nos últimos anos a CMVM propôs alterações nos modelos de governação com o objectivo de ajustar a legislação portuguesa às recomendações da Comissão Europeia.

3. ADMINISTRADOR INDEPENDENTE

A composição de um Conselho de Administração é adaptada à realidade de cada empresa. Umas empresas justificarão um número maior de administradores não - executivos e independentes do que outras.

O conceito de administradores independentes é oriundo da prática e do direito norteamericanos, baseando-se no predomínio de sociedades de titularidade fragmentada, com uma pluralidade de pequenos accionistas em que nenhum se assume como dominante; um órgão de administração (o ‘board’) assente numa estrutura claramente monista e muitas vezes afastado da gestão corrente, diária, da Sociedade; a ausência de um órgão especificamente dedicado à fiscalização das actividades sociais. (Instituto Português do Corporate Governance 2007).

Em Portugal, o Código de Governo das Sociedades da CMVM, aprovado em Janeiro de 2010 refere que *“cada Conselho deve incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos, não havendo assim, um número ideal de administradores executivos e não executivos.”*. De salientar ainda que *“de entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.”*.

É neste contexto que surge a importância dos administradores independentes. O conceito de independência e administradores independentes são assim conceitos recentes para as empresas cotadas portuguesas, empresas geralmente de maior dimensão e cujo capital se encontra disperso.

Contudo, cada vez existe uma maior consciência de que para ser administrador é necessário apresentar algumas qualidades específicas, nomeadamente conhecimentos de gestão e experiência em empresas, criatividade, gosto pelo risco, objectividade, independência de julgamento e compromisso com a função exercida, qualidade de relacionamento interpessoal e de gestão de conflitos (Romero, 2004).

Na tipologia de Baysinger e Butler (1985) são considerados administradores independentes aqueles que não têm qualquer ligação com a organização, a não ser as que derivam directamente do cargo exercido. Os administradores independentes devem ainda possuir prestígio, experiência profissional, reputação, bom relacionamento interpessoal e possuir uma boa rede de contactos (Mallin, 2003; Gallo, 2005).

Assim, considera-se independente “*a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise ou de decisão*”, destacando-se a relação com titulares de participação qualificada e a presença na sociedade. (Cadernos do Instituto Português do Corporate Governance (Abril 2011))

A função de Administradores Independentes dentro de um Conselho de Administração mostra-se de grande importância. Quando estes são capazes de contestar as decisões de gestão, este acto é considerado como um meio para proteger os interesses dos accionistas e outras partes interessadas (Baysinger e Butler, 1985) pois, numa empresa com uma estrutura accionista dispersa, torna-se especialmente relevante a prestação de contas aos accionistas minoritários por parte dos gestores.

Deste modo, o recurso aos administradores independentes assume-se como um meio para tentar resolver conflitos de interesses, limitando os custos de agência. Eles assumem-se como supervisores da gestão das sociedades. Por este motivo, questiona-se que condições serão necessárias para assegurar que estes administradores sejam mesmo independentes. A sua formação, a participação noutras empresas e também as acções que detêm, são algumas características que devemos ter em conta na avaliação destes agentes que surgem na vida da empresa como “supervisores externos” mas que para o serem, necessitam de preencher determinadas características.

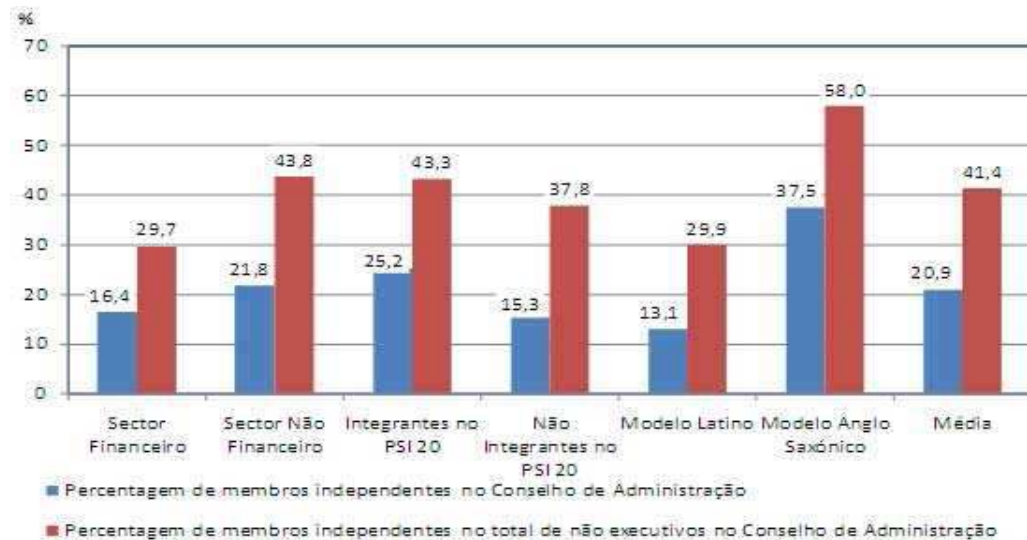
Em Portugal, o ano de 2005 trouxe consigo a última das reformas à noção de administrador independente. Assim e segundo as Recomendações da CMVM:

- Um administrador independente tem de ser um membro não associado a grupos específicos de interesses das Sociedade;

- A sociedade cotada deverá ter em conta todos os referidos grupos de interesses e não apenas os interesses dos accionistas, o que implica uma adesão a uma concepção do governo societário mais próxima de um *stakeholder model*, de Donaldson e Preston (1995), em detrimento de um *shareholder model* de Jensen e Meckling (1976).
- Passou-se a sugerir a existência em cada órgão de administração de um número suficiente de membros independentes, sendo que se explica que o seu papel é o de acompanhar e fiscalizar em termos informados a gestão societária, concentrando assim a sua competência na gestão societária (Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, 2005, Rec. N.º 6)

Na figura 4 podemos observar, no ano de 2008, qual a percentagem de Administradores Independentes no Conselho de Administração das empresas cotadas portuguesas.

Ilustração 4- Percentagem de Administradores Independentes no Conselho de Administração (Ano de 2008)



Fonte: Relatório Anual do Governo Societário (CMVM 2008)

As características específicas dos administradores independentes são potencialmente importantes no seio de uma empresa. As empresas escolhem os seus Administradores Independentes com o intuito de maximizarem o seu valor através de uma melhor

estrutura de governo societário. A escolha dos administradores independentes é importante por diversas razões:

- Criatividade e Perspectivas diferente: um conselho com características diferentes (origem, raça, experiência e educação) poderá ser uma mais-valia para um Conselho de Administração. Algumas evidências indicam que grupos mais diversos estimulam a criatividade e produzem uma maior variedade de perspectivas e soluções para os problemas (Wiersema e Bantel 1992; Watson, Kumar e Michaelsen, 1993).
- Acessos mais facilitados a recursos e conhecimentos de pessoas/empresas influentes: por exemplo, um Administrador com experiência no ramo da Indústria Civil poderá ter mais facilidade e um maior conhecimento para obter novos recursos (humanos e financeiros) para a empresa. Neste caso, o conhecimento da área e a experiência anterior são características potencialmente fulcrais.
- Legitimidade: uma empresa com um Conselho diverso conquistará uma maior legitimidade do público/clientes/fornecedores.

No entanto, a diversidade também poderá trazer custos para a empresa:

- Conflitos, falha na comunicação e assimetria de informação: as diferenças na idade, género, nacionalidade e na formação poderão causar algumas discrepâncias no seio de um Conselho de Administração. Adams e Ferreira (2007) referem que os administradores independentes procuram junto dos administradores executivos o acesso a informações específicas de empresa. Se existirem diferenças demográficas, de origem ou de idade, essa partilha de informação e de valores poderá ser travada pelos diferentes pontos de vista entre os Independentes e os executivos.
- Escolha de Administradores Independentes: a escolha de administradores Independentes é um assunto bastante debatido. Se por um lado, escolhe-se um Independente pela sua experiência, por outro pode-se deixar de lado outras características mais importantes, como a raça, formação ou género.

- Falta de tempo dos Independentes: por vezes, os administradores independentes ocupam vários cargos noutras organizações, prejudicando a sua capacidade de supervisão e monitorização da empresa em causa.

4. EFEITO CAUSALIDADE

Uma questão importante no estudo da relação entre a composição do conselho da empresa e o seu desempenho é a direcção da causalidade. A composição do conselho pode afectar a empresa no seu desempenho, mas o desempenho da empresa também pode trazer um impacto na composição do Conselho de Administração da empresa.

Desta forma, irá ser dividida esta questão em duas partes para tentar perceber, inicialmente, em que sentidos poderão ser estabelecidas relações entre estas duas variáveis de decisão.

4.1 Impacto da composição do Conselho de Administração na Performance da Empresa

Os estudos sobre o impacto da composição do Conselho de Administração na Performance da Empresa adoptaram uma de duas abordagens.

Numa primeira abordagem é discutido o comportamento do conselho de administração em tarefas mais específicas. Por exemplo, há evidências de que empresas com mais Administradores Independentes executam tarefas específicas - tais como a substituição das CEO, IPO - de uma forma mais eficaz do que empresas com menos Administradores Independentes na sua composição (Weisbach, 1998). Existem também estudos que observaram que a compensação dos CEO é positivamente correlacionada com a remuneração dos Administradores Independentes nas suas próprias empresas.

Há artigos que observam que os Conselhos com uma maioria de administradores independentes têm um desempenho melhor, nalgumas tarefas, do que outros Conselhos com menos Independentes. No entanto, há tarefas (tais como seleccionar um CEO novo ou escolher uma nova direcção estratégica para a empresa) que não podem facilmente ser estudadas (Bhagat e Black, 2000).

No entanto, mesmo que as empresas tenham um melhor desempenho, nalgumas tarefas, quando têm uma maioria de administradores independentes, não é claro que o desempenho da empresa melhore com uma maior proporção de administradores independentes no Conselho. A maioria dos estudos não responde a esta questão. Alguns

artigos dão conta das diferenças entre os Conselhos com maioria de Independente e Conselhos com uma não maioria Independentes. No entanto, nenhum estudo questiona se há diferenças de comportamento entre, por exemplo, um Conselho com mais de 50% de Independentes ou mais de 70% ou até 80%. Contudo, a sabedoria convencional actual exige uma maioria de Independentes, com apenas um ou dois administradores entre nove ou onze membros do conselho, (Bhagat e Black, 2002).

Por outro lado, numa segunda abordagem é estudado de que forma a composição do Conselho de Administração afecta o desempenho geral da empresa.

O desempenho da empresa deve ser medido ao longo de um período, o que significa que as medidas de desempenho podem ser ruidosas e pouco específicas (Kothari e Warner, 1997). No entanto, as pesquisas já feitas não suportam uma correlação clara entre a independência do conselho e desempenho da empresa. Por exemplo, o trabalho feito por Vance (1993) relata uma correlação positiva entre a proporção de Administradores Independentes e o desempenho da empresa. Mas, Baysinger e Butler (1985), Hermalin, Weisbach, e MacAvoy (1988), apresentam resultados onde não detectaram uma correlação significativa entre a composição do conselho e várias medidas de desempenho corporativo.

Num outro estudo feito não foi encontrada nenhuma correlação significativa entre a proporção de Administradores Independentes em 1995 e o rácio Price-Book Value de 1997 (Ferris e Jagannatha 2002). Houve, no entanto, uma excepção a estes resultados, reportada por Baysinger e Butler (1985), que relatam que a proporção de independentes, em 1970, correlaciona-se com o retorno ajustado da indústria em 1980. No entanto, este período de desfasamento de dez anos é muito tempo para que persistam todos os efeitos estudados na composição do conselho e no desempenho (Bhagat e Black, 2002).

Estudos na Austrália, Singapura e Reino Unido também não encontram uma relação significativa entre a composição do conselho e do desempenho da empresa. Há ainda outros trabalhos de investigação que oferecem indícios de que empresas com alta percentagem de administradores independentes têm um desempenho fraco. Yermack (1996) relata uma relação negativa significativa entre a proporção de administradores

independentes e o rácio de Tobin-Q, mas noutras variáveis de desempenho não encontrou uma relação significativa. Ainda, Agrawal e Knoeber (1996) observaram uma relação negativa entre o número de Administradores Independentes e o rácio de Tobin-Q.

Ainda sobre outras medidas de desempenho, Klein (1998) reportou uma relação negativa entre a variação do valor de mercado da empresa e a proporção de Independentes mas sem uma conclusão estatisticamente significativa.

Também nalguns *event studies* realizados, Rosenstein e Wyatt (1997) revelaram que o preço das acções sobe 0,2% em média quando a empresa nomeia um Administrador Independente. Este aumento, apesar de estatisticamente significativo é economicamente pequeno e poderá traduzir os efeitos de sinalização, ou seja, a nomeação de um Administrador Independente pode sinalizar que a empresa está com problemas internos. De salientar ainda que estes autores encontraram uma reacção mais forte dos preços para administradores independentes que trabalham para instituições financeiras do que para aqueles que colaboram em empresas não financeiras.

Existe assim pouco consenso sobre esta relação entre a variável Administradores Independentes e Performance da Empresa dado os resultados divergentes que têm vindo a ser reportados pelos diversos autores.

4.2 Impacto da performance da Empresa na Composição do Conselho de Administração

Alguns estudos descobriram evidências limitadas de uma relação endógena entre o desempenho da empresa e composição do conselho, no qual o desempenho afecta a composição do conselho.

Hermalin e Weisbach (1988), usando o mesmo conjunto de dados, relatam que a proporção de administradores independentes nos conselhos das grandes empresas aumenta quando uma empresa tem um fraco desempenho. Por exemplo, estes autores referem que as empresas com desempenho inferior no ano X (medida utilizando um salário ou alterações dos preços das acções) aumentam a sua proporção de administradores independentes em pelo menos 1% no ano X+1, em relação a outras

empresas. Weisbach (1998) conclui esta evidência afirmando que "*como a mudança na composição do conselho após um desempenho fraco é relativamente pequena, e muda a composição do conselho de forma muito lenta ao longo do tempo, é pouco provável que a potencial endogeneidade da composição do conselho seja um problema sério*".

Em contraste com Hermalin e Weisbach, Klein (1998) não encontrou provas de que o desempenho afecta a composição do conselho.

4.3 Definição do efeito causalidade

Em qualquer ponto do tempo, as empresas têm diferentes estruturas nos seus Conselhos. Estas diferenças podem ajudar a prever o desempenho, responder ao desempenho ou a outras características da empresa, ou ambas. São diferenças ínfimas que podemos observar nos Conselhos com mais ou menos administradores, mas também são essas diferenças que podem reflectir perdas de eficiência ou até poderão ser uma resposta eficiente às diferentes características da empresa. Mesmo que a variação na composição dos conselhos seja parcialmente endógena, torna-se difícil explicar que a grande mudança na composição dos conselhos seja uma resposta eficiente e económica para pressões que levam as empresas a escolher as estruturas de um governo eficiente.

Considerando os resultados ambíguos e a importância que se atribui à sabedoria convencional, neste caso, sobre os administradores independentes, prevê-se pela vasta literatura que a independência do Conselho de Administração influencia o desempenho da empresa. Utilizando dados recentes e uma amostra de 33 empresas, será estudado nesta tese o efeito que o número e as características dos Administradores Independentes poderão ter na Performance da Empresa, face também às evidências limitadas de uma relação endógena entre o desempenho da empresa e composição do conselho.

5. DEFINIÇÃO DA AMOSTRA, VARIÁVEIS E METODOLOGIA

Neste capítulo irá ser apresentada a amostra, assim como as variáveis independentes e dependentes e a metodologia usada para dar resposta às hipóteses a estudar.

Desta forma tomaram-se em consideração os dados constantes das contas de 2008 bem como os Relatório do Governo das Sociedades do mesmo ano.

5.1. AMOSTRA

A estrutura interna do governo das sociedades é composta por um conjunto de funções e processos de supervisão e monitorização das actuações da gestão da sociedade. O papel destes mecanismos, no que respeita à divulgação da informação financeira é o de assegurar o respeito pelos princípios exigidos na divulgação da informação financeira e na credibilidade da mesma (Dechow et al, 1995).

Desta forma, a preparação e revelação de informação financeira fiável constitui uma questão relevante em todos os estudos. Existe uma série de variáveis de controlo que fazem parte desta concepção empírica e que serão adiante descritas.

Neste contexto, o presente estudo terá como base as entidades emitentes de valores mobiliários admitidas à negociação na Euronext Lisbon - Psi-20 e Psi-Geral.

Da amostra inicial foram escolhidas as seguintes empresas:

- As 20 empresas que constituíram o Psi-20 no ano de 2008;
- As 13 empresas do Psi-Geral com maior volume de transacção, nesse ano.

Excluíram-se as empresas do Psi-Geral com um menor volume de transacção e, ao mesmo tempo, as empresas deste Índice relativamente às quais o acesso às contas e ao Relatório do Governo das Sociedades era inexistente. Contamos assim com as empresas que fizeram parte do Psi-20 no ano de 2008 e as 13 empresas com maior volume de transacção do Psi-Geral, o que perfaz uma amostra das 33 maiores empresas portuguesas cotadas em Portugal no ano de 2008 (Tabela 1).

Tabela 1 – Amostra

PSI 20	PSI GERAL
Altri	BANIF
BCP	Corticeira Amorim
BES	Novabase
BPI	Finibanco
Brisa	Glantt
Cimpor	Grão Pará
EDP	Impresa
EDP Renováveis	Inapa
Galp	Martifer
Jerónimo Martins	Soares da Costa
Mota Engil	Sonae Capital
Portucel	Cofina
REN	Media Capital
PT	
Semapa	
Sonae SGPS	
Sonae Indústria	
Sonae.Com	
Teixeira Duarte	
ZON	

Fonte: www.Psi20.net

5.2 VARIÁVEIS

Um vasto conjunto de recentes estudos tem usado medidas alternativas para definir o desempenho de um bom governo dentro das empresas. A literatura existente considera também que as características dos Conselhos de Administração são imprescindíveis no governo da sociedade, conforme referem os estudos de Hermalin e Weisbach (1998, 2003) e Bhagat e Black (2002).

Neste sentido, o desempenho da empresa e as características dos Administradores Independentes irão ser as variáveis de estudo nesta amostra.

5.2.1. Variáveis Independentes

Na tabela 2 estão discriminadas as variáveis independentes/explicativas:

Tabela 2 – Variáveis Independentes/Explicativas

Variáveis Independentes	Forma de Cálculo	Fonte
% de Independentes	% de Administradores Independentes no Conselho de Administração no ano de 2008	Relatório do Governo das Sociedades, ano 2008
Idade	Média das idades dos Administradores Independentes em 2008	Relatório do Governo das Sociedades, ano 2008
Género	% de Administradores Independentes do sexo masculino no Conselho de Administração em 2008	Relatório do Governo das Sociedades, ano 2008
Nacionalidade	% de Administradores Independentes de nacionalidade Portuguesa em 2008	Relatório do Governo das Sociedades, ano 2008
Grau de Formação	% de Administradores Independentes com formação superior a Licenciatura em 2008	Relatório do Governo das Sociedades, ano 2008
Formação Académica em Gestão	% de Administradores Independentes com formação académica em Gestão em 2008	Relatório do Governo das Sociedades, ano 2008
Dimensão do Conselho	Log (Nº de Administradores que fazem parte do Conselho de Administração, no ano de 2008)	Relatório do Governo das Sociedades, ano 2008
Variáveis de Controlo		
Dimensão da Empresa	Log (Activo Total Líquido de 2008)	Relatório & Contas, ano 2008
Taxa de Crescimento das Vendas	Será calculado a média dos 3 anos do Volume de Negócios: $\frac{VN_{t-2}^i - VN_{t-1}^i}{VN_{t-1}^i}$	Relatório & Contas, ano 2006 a 2008
Rácio de Autonomia Financeira	Será calculado a AF (%) de 2008: $\frac{\text{Situação Líquida}}{\text{Activo Total}}$	Relatório & Contas, ano 2008
Investimento	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Activo Total}}$	Relatório & Contas, ano 2008
Grau de Cumprimento das Recomendações da CMVM	% de Cumprimento das recomendações sobre o governo societário no ano de 2008	Relatório Anual relativo ao ano de 2008 sobre o Governo Societário das empresas portuguesas – CMVM
Variável Dummy		
Presença de Independentes no Conselho de Administração	1 – Tem Administradores Independentes; 0 – Não tem Administradores Independentes	

A inclusão destas variáveis resulta das considerações que se seguem:

Na variável **Percentagem de Administradores Independentes** e tal como se pode observar nos estudos feitos por Bhagat e Bolton (2008), esta será calculada em função do total de administradores que fazem parte dos Conselhos de Administração, no ano de 2008. A caracterização de administradores como Independentes resulta do reporte da adopção das recomendações da CMVM 1/2007 tal como publicado nos Relatórios de Governo Societário das empresas.

Uma nota importante a referir: o BCP e a EDP foram as únicas empresas, num universo de 33 empresas, que adoptaram o modelo dualista (ver capítulo anterior). Neste sentido, foram considerados na amostra os membros independentes presentes no Conselho Geral de Supervisão e no Conselho de Administração, não fazendo, desta forma, nenhuma distinção especial face às outras empresas. Sobre este tema e no caso da nossa amostra, em 33 empresas, 2 empresas adoptaram o modelo Dualista, 10 empresas utilizam o modelo Anglo-Saxónico e 21 empresas adoptaram o modelo Monista. Num teste de robustez, no ponto 6.4.1 poderemos ver os resultados quando incluímos variáveis *dummy* que consideram o impacto da adopção destes modelos no desempenho.

Sendo assim, para amostra, foram considerados todos os Administradores Não-Executivos Independentes que fazem parte do Relatório do Governo das Sociedades de 2008.

Relativamente à variável *dummy* **Presença de Independentes**, na amostra em causa, há seis empresas (Altri, Amorim, Cofina, Grao-Para, Portucel e Teixeira Duarte) que não têm administradores independentes nos seus Conselhos de Administração. Deste modo, irá ser introduzido nos modelos a estudar, uma variável *dummy* definida como **1** – Tem Administradores Independentes, **0** – Não tem Administradores Independentes. Independentemente de outras características, tentar-se-á analisar se a simples presença de administradores independentes trará, *ceteris paribus*, um impacto no desempenho das empresas.

De forma a aprofundar a análise do impacto no desempenho das características dos administradores independente, mas sem deixar de considerar na amostra a existência de

empresas onde estes não existem, serão introduzidas no modelo (a descrever adiante) variáveis de interação entre esta variável *dummy* e cada uma das características dos administradores independentes em estudo (Idade, Género, Nacionalidade, Grau de Formação, etc).

Quanto às características dos Administradores Independentes, a diversidade destes membros pode ser definida como a variedade na composição do Conselho de Administração. Se falamos de diversidade observável, esta inclui a raça, origem étnica, nacionalidade, sexo e idade, enquanto a diversidade menos visível compreende questões educacionais, experiência no sector, e a participação organizacional (Kang et al. 2007). Neste sentido, foram retiradas as informações dos Currículos de todos os administradores independentes da amostra e foram considerados as suas características principais que poderão hipoteticamente influenciar a performance da empresa (Anexo 3).

Pretende-se assim responder a diversas questões pertinentes:

- **Idade:** a idade dos Administradores Independentes pode influenciar o desempenho da empresa. Existem algumas vantagens para os administradores independentes mais velhos, no que toca à experiência, sabedoria, enquanto os administradores independentes mais jovens têm a energia e o desejo do sucesso, planeando com antecedência o futuro (Houle, 1990).

Na literatura, há pesquisas muito limitadas sobre a importância da idade dos administradores. Há pouca evidência empírica e resultados concretos em relação à questão de que a idade dos Administradores Independentes pode levar a um melhor desempenho das empresas. No entanto essa dimensão continua a ser uma das mais importantes questões relativamente à diversidade de um Conselho de Administração (Kang et al, 2007).

- **Género:** a inclusão de um ou mais elementos femininos no Conselho de Administração pode influenciar a performance da empresa. Embora alguns artigos não definam muito bem o que é que a contribuição das mulheres pode dar quando inseridas no governo societário de uma empresa, alguns estudos

sugerem alguma relevância na presença de Administradoras Independentes no desempenho da empresa. No entanto não há uma conclusão objectiva para este argumento encontrando-se em aberto o estudo mais aprofundado deste tema. (Burke, 1994; Manning, 1995; Holton, 1995).

- **Nacionalidade:** Por um lado, os administradores independentes de nacionalidade estrangeira podem influenciar negativamente a performance da empresa por não terem conhecimentos suficientes da empresa e do mercado onde estão inseridas. Por outro lado, nas empresas onde a internacionalização é considerada primordial para o desenvolvimento e crescimento da empresa, os administradores independentes de nacionalidade estrangeira por terem um maior conhecimento do mercado global e conhecimentos influentes podem ter um impacto positivo no desempenho da empresa.
- **Grau de formação:** Administradores independentes com mais qualificação (superior a licenciatura) podem ser uma mais-valia para a empresa no que toca a diferentes áreas de especialização dada a maior profundidade de conhecimentos daí resultante ou a eventual maior capacidade intelectual associada à frequência de estudos superiores de nível mais avançado.
- **Formação académica nas áreas de Gestão:** O conhecimento em áreas mais relacionadas com a Gestão pode permitir que os Administradores Independentes tenham uma melhor capacidade de intervenção nas decisões da empresa e na supervisão da gestão.

Existem ainda diversas variáveis de controlo relativas a outros factores para além da presença e características dos administradores independentes que poderão influenciar a performance da empresa, e que se descrevem de seguida:

- **Dimensão da Empresa:** Krivogorsky (2006) utiliza como variável de controlo a dimensão da empresa utilizando o total dos activos como medida. O cálculo desta variável é feito através de logaritmo (dos Activos) para evitar assimetrias (Mukherjee, White e Wuyts, 1998).

- **Dimensão do Conselho de Administração:** Bhagat e Black (2000) utilizam também esta variável definindo-a igualmente como variável de controlo. Neste caso, o cálculo também é efectuado através do logaritmo do número total de administradores (executivos e não-executivos) que compõem o Conselho de Administração.
- **Taxa de Crescimento da Empresa:** O maior ou menor crescimento da empresa pode ser causado pela quantidade e características de Independentes no Conselho de Administração. Os gestores executivos, de certa forma, têm interesse em aumentar a dimensão da empresa e do volume de negócios, originando problemas de agências. (Jensen, 1986). Bhagat e Black (2001) utilizaram como medida de desempenho a taxa de crescimento das vendas das empresas nos últimos 3 anos.
- **Investimento:** Kesner (1987) utiliza esta variável como forma de quantificar o total do Imobilizado (como proxy de investimento) no activo total da empresa.
- **Autonomia Financeira:** Este rácio permite estimar em que percentagem é que o activo da sociedade se encontra a ser financiado por capitais próprios, admitindo-se que o nível de endividamento possa ter igualmente um impacto no desempenho das empresas (Jensen, 1986).
- **Grau de cumprimento das Recomendações da CMVM:** empresas que cumpram de forma mais completa e rigorosa as recomendações de governo societário emitidas pela CMVM poderão estar em melhores condições para garantir em, termos gerais, a redução dos custos de agência e o seu sucesso. Espera-se deste modo que a relação entre desempenho e nível de cumprimento das recomendações seja positiva, como sugerem por exemplo Klapper e Love, 2004.

5.2.2. Variáveis Dependentes

Não há uma única medida ideal sobre o desempenho a longo prazo da empresa. Desta forma a definição das variáveis de desempenho da empresa, serão suportadas pela literatura existente.

Será usado nesta tese algumas *proxies* que são habitualmente utilizadas como medidas de desempenho da empresa:

Tabela 3 – Variáveis Dependentes		
Variáveis Dependentes	Forma de Cálculo	Fonte
Tobin-Q	Será calculado o Tobin-Q do Ano de 2008: $\frac{V. \text{ Mercado dos Capitais Próprios} + \text{ Dívida}}{\text{ Situação Líquida} + \text{ Dívida}}$	Relatório & Contas, ano 2008
ROE	Será calculado a média dos 5 anos do ROE: $\frac{\text{ Resultado Líquido}}{\text{ Situação Líquida}}$	Relatório & Contas, ano 2004 a 2008
ROA	Será calculado a média dos 5 anos do ROA: $\frac{\text{ EBIT}}{\text{ Total do Activo Líquido}}$	Relatório & Contas, ano 2004 a 2008

- **Tobin-q:** Bhagat e Bolton (2008) e Krivogorsky (2006) utilizaram no seu último artigo o Tobin-q como medida de performance das empresas tendo por base Gompers, Ishii e Metrick (2003). O Tobin-q mostra a relação entre o valor de um título ou índice face ao custo de substituição dos seus activos líquidos. Assim, valores entre 0 e 1 indicam que o custo de substituição do activo de uma empresa é superior ao valor da sua acção, o que implica que a acção está subvalorizada. Por sua vez, o inverso indica que o valor do título é superior ao seu custo de substituição, o que significa que se trata de uma acção sobrevalorizada.

- **ROA – Return on Assets:** Barber e Lyon (1996) e Krivogorsky (2006) utilizaram o Retorno dos Activos como medida de desempenho operacional da empresa. Este indicador mostra a capacidade dos activos das empresas de gerar resultados operacionais.
- **ROE – Return on Equity:** Krivogorsky (2006) e Core, Holthausen e Larcker (1998) utilizaram o ROE como medida de desempenho para avaliar a performance das empresas na sua amostra. Este indicador traduz a rentabilidade que a empresa gerou com o capital dos accionistas.

5.2.3. Variáveis de Controlo Sectorial

Atendendo ao possível impacto das especificidades sectoriais no desempenho das empresas e tendo por base o artigo de Conyon e Murphy (2000) irão ser introduzidas variáveis *dummy* de acordo com uma classificação das empresas em cinco grupos sectoriais: indústria, construção, serviços, financeiros e outros (Tabela 4).

Tabela 4 – Divisão Sectorial						
Sector	Indústria	Construção	Financeiros	Utilities	Outros	Total
EMPRESAS	Altri	Soares da Costa	BCP	Brisa	Novabase	
	Cimpor	Mota Engil	BPI	EDP	Glintt	
	Semapa	Teixeira Duarte	BES	EDP Renováveis	Grao Para	
	Amorim	Martifer	Finibanco	Galp	Impresa	
	Inapa		Banif	REN	Media Capital	
	Portucel			PT	Jerónimo Martins	
	Sonae Indústria				Sonae SGPS Sonae Com Sonae Capital Cofina ZON	
Total das Empresas	7	4	5	6	11	33
%	21,2%	12,1%	15,2%	18,2%	33,3%	100%

5.3 METODOLOGIA – MODELO ESTATÍSTICO

Para este estudo e do ponto de vista econométrico, irá ser utilizado os Métodos dos Mínimos Quadrados ou OLS (*Ordinary Least Squares*) através da plataforma E-Views. Como a composição do conselho de Administração é potencialmente endógena, o uso de um modelo OLS pode ser enviesado. O método de equações simultâneas poderia resolver o problema da endogeneidade, mas é muito mais sensível do que o modelo OLS, segundo o Barnhart e Rosenstein (1998). Após uma abordagem sobre a combinação de endogeneidade e a incerteza sobre qual modelo econométrico a usar, usando um extenso conjunto de variáveis de controlo e testes de robustez, para o efeito da independência no desempenho da empresa, os resultados e Koenker & Bassett (1978) usando os dois métodos são semelhantes, o que sugere que a possível endogeneidade e consequente eventual má especificação do modelo OLS poderá não ser suficientemente importante a ponto de distorcer significativamente os resultados.

6. HIPÓTESES, ESTATÍSTICA E RESULTADOS

Os resultados ambíguos reportados na literatura sobre a ligação entre a independência do Conselho de Administração e o desempenho da empresa deixam ainda um enigma sem solução.

Neste capítulo será apresentado as hipóteses a estudar, bem como os modelos e suas conclusões.

6.1. HIPÓTESES

Face ao objectivo principal desta dissertação, vai ser usado o seguinte modelo de regressão:

Performance = f (% de independentes, Idade, Género, Nacionalidade, Grau de Formação, Conhecimento na área de Gestão, Z_1 , ϵ_i)

Onde Z_1 representa os vectores das variáveis de controlo que influenciam as variáveis dependentes e o ϵ_i são os erros associados à regressão e às características não observáveis.

Desta forma, definimos assim as hipóteses a estudar:

H 1: Desempenho da empresa e percentagem de Administradores Independentes:

H 1.1: Existe uma relação positiva entre o desempenho da empresa e a percentagem de Administradores Independentes no Conselho de Administração

H 1.2. O desempenho da empresa é influenciado pelas características dos Administradores Independentes, positiva ou negativamente consoante a característica em causa.

Na H.1.1. pretende-se depreender se há alguma relação positiva entre a proporção de Administradores Independentes e as variáveis do desempenho da empresa. Sendo os administradores independentes uma figura que se assume como um dos veículos para

tentar resolver conflitos de interesses, proporcional ao peso relativo destes administradores no Conselho de Administração.

A intuição que existe por detrás desta hipótese é que uma maior presença de administradores independentes torna a monitorização dos gestores mais eficaz, um sentimento endossado pela regulamentação legal, profissional e académica. Deste modo, é esperado que uma maior percentagem de Independentes se traduza em melhores resultados para a empresa.

Na hipótese 1.2. o que se pretende analisar é se há alguma relação entre as características dos Administradores Independente e a performance da empresa. Gordon (2007) argumenta que os mecanismos de independência dos administradores podem ser divididos em quatro categorias: redefinição de regras nas relações de independência; aumento das sanções negativas e positivas como sistema de incentivos; desenvolvimento dentro do Conselho de intra-estruturas, tais como definição de tarefas específicas e redução da influência dos *insiders*. Gordon refere que a qualidade do capital humano de administradores independentes será decisiva para ter sucesso nestas quatro categorias, embora seja difícil medir a capacidade e competência dos administradores independentes devido à natureza de qualificações não observáveis, no entanto, acredita que as características funcionais e educacionais dos Independentes são primordiais para o desempenho da empresa.

H 2: Existe uma relação não monótona entre o desempenho e uma ou mais das características dos administradores independentes, com um valor crítico a partir da qual a relação entre o desempenho da empresa e essa característica muda de sinal

H 2.1: A relação entre o desempenho da empresa e a percentagem de Administradores Independentes é não-monótona, com a expectativa de que possa assumir uma forma de U invertido. Por outras palavras, existe a possibilidade de que os administradores independentes tenham um impacto positivo no desempenho da empresa, até atingir um certo ponto crítico a partir do qual existe um impacto que se torna negativo. Tal poderia ocorrer, por exemplo, por introdução de excessivas

limitações à actuação de um número muito reduzido de gestores executivos, por parte de um número demasiado elevado de administradores não executivos independentes.

H 2.2. A relação entre o desempenho da empresa e a Idade dos Administradores Independentes é não-monótona. Esta relação é ambígua pois, se por um lado um administrador com mais idade pode influenciar o desempenho da empresa através da sua sabedoria e experiência; por outro lado, um jovem administrador independente tem determinados aspectos intrínsecos, como a juventude e a ânsia de vencer, que poderão ser determinantes no desempenho da empresa.

H 2.3. A relação entre o desempenho da empresa e o Género é não-monótona. Esta relação também se afigura ambígua no sentido em que não é possível afirmar que a presença de administradores independentes do sexo masculino ou feminino influencie à priori de forma inequívoca o desempenho da empresa de uma forma positiva ou negativa. Independentemente do sentido da relação, a expectativa é de existência de um eventual ponto crítico de participação de elementos do sexo feminino a partir do qual o sentido da relação se inverta.

H 2.4: A relação entre o desempenho da empresa e a Dimensão do Conselho de Administração é não-monótona. Uma questão que também é ambígua, pois se por um lado um Conselho de Administração maior pode causar atritos e perdas de eficiência no seu funcionamento, com consequências negativas no desempenho, por outro lado um conselho de administração mais alargado pode permitir uma melhor partilha de perspectivas e pontos de vista diferentes, levando a um impacto positivo na tomada de algumas decisões que afectem favoravelmente o desempenho. Tal como anteriormente, espera-se nesta hipótese nula que possa existir um ponto crítico de dimensão do conselho de administração a partir do qual se inverte o sentido inicial da relação.

6.2 TESTES UNILATERAIS - RESULTADOS ESTATÍSTICOS

Na tabela 7 temos as principais estatísticas descritivas das variáveis utilizadas:

Tabela 5 – Estatísticas Descritivas

	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
% de Independentes	0,2680	0,273	0,181	0,000	0,625
Idade	57,84	57,25	6,60	42,50	70,33
Nacionalidade	0,85	1,00	0,26	0,00	1,00
Género	0,99	1,00	0,05	0,80	1,00
Grau de Formação	0,49	0,44	0,32	0,00	1,00
Conhecimento Académica em Gestão	0,48	0,50	0,28	0,00	1,00
Tobin-Q	1,008	0,966	0,430	0,275	2,336
ROA (%)	0,0465	0,040	0,043	-0,050	0,183
ROE (%)	0,1520	0,136	0,256	-0,274	1,317
Taxa de Crescimento das Vendas	10,39%	0,065	0,218	-0,397	0,776
Dimensão do C.A.	0,508	0,607	0,292	0,006	0,897
Dimensão da Empresa	9,410	9,477	0,750	7,703	10,975
Imobilizado Activo Total	0,508	0,607	0,292	0,006	0,897
Autonomia Financeira (%)	0,2477	0,245	0,169	-0,051	0,557
Grau de Cumprimento das Recomendações (%)	0,7755	0,790	0,128	0,440	0,980

Daqui podemos realçar que a percentagem de Independentes figura-se ligeiramente acima (26%) ao reportado no Relatório Anual da CMVM em 2008 (Figura 4).

Nas variáveis que estão directamente ligadas às características dos Administradores Independentes, tais como a Idade, o Género, Grau de Formação, Formação Académica em Áreas de Gestão e Nacionalidade, as estatísticas descritivas apresentadas na Tabela 5 referem-se exclusivamente às empresas que possuem Administradores Independentes.

No Anexo 3 é apresentado a correlação de Pearson. Esta tabela mostra a correlação linear entre as variáveis utilizadas.

6.3 TESTES MULTIVARIADOS

6.3.1 Administradores Independentes *versus* Desempenho da Empresa

Para maior facilidade de exposição dos modelos a usar e dos resultados obtidos, utilizar-se-ão as siglas apresentadas na tabela 6 seguinte:

Tabela 6 – Descrição das Variáveis	
Variáveis	Descrição
INDEP	% de Independentes
IDD	Idade dos Administradores Independentes
GEN	Género (% de Administradores Independentes do sexo masculino)
NAC	Nacionalidade (% de Administradores Independentes de nacionalidade portuguesa)
GFORM	Grau de formação (% de Administradores Independentes c/ formação superior a licenci.)
FACAD	Formação Académicas nas áreas de Gestão (% de Administradores Independentes com formação académica nas áreas de Gestão)
DIMCA	Dimensão do Conselho de Administração
DIMEMP	Dimensão da Empresa
TCV	Taxa Crescimento das Vendas
AF	Autonomia Financeira
IMOB/ACT	Imobilizado/ Activo Total
GRAUCUMP	Grau de Cumprimento das Recomendações da CMVM
DUMMY.AI	Dummy com valor de 1-Presença de Administradores Independentes; 0 - caso contrário
DUMMY.SEC	Dummy sectorial
ANGSAX	Dummy com valor de 1-Modelos Anglo-Saxónico; 0 - caso contrário
DUAL	Dummy com valor de 1-Modelo Dualista; 0 - caso contrário

No modelo (1) irão ser consideradas apenas relações lineares entre a variável dependente e as variáveis explicativas.

No modelo (2) irão ser consideradas algumas variáveis quadráticas, tentando dar resposta às hipóteses H2 apresentadas anteriormente:

Modelo 1: Performance da Empresa = $\beta_1 + \beta_2.DUMMY.AI + \beta_3.(INDEP*DUMMY.AI) + \beta_4.(IDD*DUMMY.AI) + \beta_5.(NAC*DUMMY.AI) + \beta_6.(GEN*DUMMY.AI) + \beta_7.(GFORM*DUMMY.AI) + \beta_8.(FACAD*DUMMY.AI) + \beta_9.AF + \beta_{10}.DIMEMP + \beta_{11}.DIMCA + \beta_{12}.IMOB/ACT + \beta_{13}.GRAUCUMP + \beta_{14}.TCV + \beta_{15}.DUMMY.SEC + U_i$

Modelo 2: Performance da Empresa = $\beta_1 + \beta_2.DUMMY.AI + \beta_3.(INDEP*DUMMY.AI) + \beta_4.(INDEP^2*DUMMY.AI) + \beta_5.(IDD*DUMMY.AI) + \beta_6.(IDD^2*DUMMY.AI) + \beta_7.(NAC*DUMMY.AI) + \beta_8.(GEN*DUMMY.AI) + \beta_9.(GEN^2*DUMMY.AI) + \beta_{10}.(GFORM*DUMMY.AI) + \beta_{11}.(FACAD*DUMMY.AI) + \beta_{12}.AF + \beta_{13}.DIMEMP + \beta_{14}.DIMCA + \beta_{15}.DIMCA^2 + \beta_{16}.IMOB/ACT + \beta_{17}.GRAUCUMP + \beta_{18}.TCV + \beta_{19}.DUMMY.SEC + U_i$

Na tabela 7 podemos observar os resultados da regressão e respectivas conclusões:

Tabela 7 - Administradores Independentes vs Desempenho da Empresa							
VARIÁVEIS		Tobin-Q		ROE		ROA	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
DUMMY.AI	Coef	- 1,55299	- 11,44161	- 0,895686	- 36,99960	-0.513492	2.867.574
	P-Value	0.6171	0.8815	0,6567	0.5144	0.1026	0.7268
DUMMY.AI*INDEP	Coef	-0.937915	-5,06802	-0.237385	1,12411	-0.077390	0.783831
	P-value	0.2700	0.3481	0.6616	0.7721	0.3458	0.1831
DUMMY.AI*INDEP ²	Coef		6,0868		-1,84820		-1,19935
	P-value		0.4112		0.7299		0.1430
DUMMY.AI*GEN	Coef	0.111232	6,40033	0.370300	65.14872	0.126279	-10.32556
	P-value	0.9587	0.7130	0.7908	0.6103	0.5472	0.5797
DUMMY.AI*GEN ²	Coef		-3,56744		-35.67148		5.66560
	P-value		0.7086		0.6109		0.5795
DUMMY.AI*IDD	Coef	0.028428	-0.561958	0.006837	0.235651	0.005728	0.047823
	P-value	0.1785	0.0701***	0.6087	0.2751	0.0104**	0.1379
DUMMY.AI*IDD ²	Coef		0.004844		-0.001890		-0.000346
	P-value		0.0588***		0.2855		0.1858

VARIÁVEIS		Tobin-Q		ROE		ROA	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
DUMMY.AI*NAC	Coef	0.217415	-0.165398	0.195917	0.316866	0.088497	0.111629
	P-value	0.6330	0.7259	0.5090	0.3671	0.0590***	0.0439**
DUMMY.AI*FACAD	Coef	-0.083611	0.288902	-0.387151	-0.616593	0.009875	-0.032610
	P-value	0.8191	0.5097	0.1177	0.0725***	0.7810	0.4859
DUMMY.AI*GFORM	Coef	0.012486	-0.136931	0.097332	0.165519	0.029482	0.080410
	P-value	0.9711	0.7663	0.6651	0.6249	0.3853	0.1216
DIMCA	Coef	-0.968134	4,66070	-0.642900	0.848841	-0.036712	-0.079642
	P-value	0.2748	0.2808	0.2645	0.7832	0.6643	0.8592
DIMCA ²	Coef		-2,22951		-1,00281		-0.016620
	P-value		0.2828		0.5024		0.9385
DIMEMP	Coef	0.149363	0.318165	0.221546	0.204220	-0.012958	-0.018198
	P-value	0.5918	0.2746	0.2299	0.3353	0.6316	0.5502
TCV	Coef	0.323319	-0.777504	0.702274	0.987381	-0.005035	0.070638
	P-value	0.5442	0.3020	0.0555***	0.0872***	0.9220	0.3762
AF	Coef	-1,1088	-1,77415	-1,07787	-1,01433	-0.011803	0.038743
	P-value	0.0850***	0.0259**	0.0146***¹	0.0698***	0.8425	0.6089
IMOB/ACT	Coef	-0.171664	-1,09398	0.095712	0.292948	0.062999	0.126042
	P-value	0.7478	0.1419	0.7824	0.5745	0.2349	0.1155
GRAUCUMP	Coef	0.296644	0.248857	0.356134	-0.068382	0.035993	-0.058294
	P-value	0.7786	0.8350	0.6043	0.9377	0.7255	0.6487
R ²		63%	76%	56%	63%	66%	73%
Prob (F-Statistic)		0.219164	0.199864	0.415809	0.593561	0.154245	0.278402

¹ * para um nível de significância de 1%, ** para um nível de significância de 5%, *** para um nível de significância de 10%.

DUMMY.AI: Dummy com valor de 1-Presença de Administradores Independentes, 0-caso contrário; INDEP: % de Independentes; IDD: Idade dos Administradores Independentes; GEN: Género (% de Administradores Independentes do sexo masculino); NAC: Nacionalidade (% de Administradores Independentes de nacionalidade portuguesa); GFORM: Grau de formação (% de Administradores Independentes c/ formação superior a licenciatura); FACAD: % de Independentes c/ formação em áreas de Gestão; DIMCA: Dimensão do Conselho de Administração; DIMEMP: Dimensão da Empresa; TCV: Taxa Crescimento das Vendas; AF: Autonomia Financeira; IMOB/ACT: Imobilizado/ Activo Total; GRAUCUMP: Grau de Cumprimento das Recomendações da CMVM.

A percentagem de Independentes é marginalmente significativa para um nível de significância de 15% (variável simples) e 20% (termo quadrático) quando se utiliza o modelo com a variável dependente ROA. Neste caso, podemos referir que a proporção de independentes influencia de forma positiva o desempenho da empresa mas até um certo ponto a partir do qual esta relação inverte (U invertido). Ou seja, embora com um fraco nível de significância estatística, a relação apresenta-se como não-monótona, em resposta à H 2.1.

A variável idade, no modelo em que a variável dependente é o Tobin-Q, é significativa para um nível de significância de 10% (P-Value <10%). Neste caso, também estamos na presença de uma relação não monótona, em que os administradores independentes com mais idade influenciam inicialmente de forma negativa o desempenho da empresa mas apenas até um determinado ponto crítico. Face ao que foi referido na H 2.2. esta função apresenta-se igualmente como não monótona, tendo a curvatura de um U.

O género e a dimensão do conselho de administração não se mostram significativos neste modelo, pelo que, não podemos concluir nada sobre a sua monotonia (H 2.3 e H 2.4).

A nacionalidade dos Administradores é estatisticamente significativa apenas no modelo em que a variável dependente é o ROA. Neste caso, quanto mais Administradores Independentes Portugueses o Conselho tiver, melhor parece ser a performance da empresa.

Administradores independentes com formação em áreas que não sejam de Gestão têm um impacto positivo no desempenho da empresa, quando relacionadas com a variável ROE (P-Value < 10%).

Relativamente às variáveis de controlo, a Autonomia Financeira e a taxa de crescimento das vendas revelam-se estatisticamente significativas, mas apenas em dois dos modelos utilizados.

No geral, nenhum modelo é estatisticamente significativo. Contudo, os modelos usando o Tobin-Q e o ROA como variáveis dependentes mostram-se marginalmente significativos para um nível de significância de 20%.

O facto de se observar o R^2 com valores elevados em contraste com um P-Value não significativo poderá ser elucidativo de algumas limitações neste estudo, nomeadamente, pelo reduzido tamanho da amostra ou por alguma eventual má especificação dos modelos.

6.4. TESTES DE ROBUSTEZ

6.4.1. Resultados do Modelo com a inclusão da variável Dummy – Modelos de Corporate Governance

Foi testado neste modelo a inclusão de duas variáveis *dummy* referente à adopção de um dos Modelos de Corporate Governance descritos anteriormente (Monista, Dualista ou Anglo-Saxónico) por parte das empresas cotadas portuguesas:

- Variável DUAL: **1** - Se a Empresa adopta o Modelo Dualista, **0** - caso contrário
- Variável ANGLSAX: **1**-Se a Empresa adopta o Modelo Anglo-Saxónico, **0** caso contrário

Nesta nova regressão (Tabela 8) podemos concluir face à primeira, que a percentagem de Independentes se torna significativa para um nível de significância de 5% no modelo ROA. Quer aqui quer no caso anterior a percentagem de independentes está positivamente relacionada com o desempenho da empresa, até um ponto, em que começa a decrescer (U invertido).

A idade mostra-se mais uma vez significativa para um nível de significância de 10% no modelo com Tobin-Q como variável dependente relacionando-se no mesmo sentido que no caso anterior, ou seja, quanto mais idade um administrador independente tiver, pior será o desempenho da empresa, até atingir um certo nível crítico, a partir do qual a idade passa a ter um impacto positivo no desempenho (U).

**Tabela 8 - Administradores Independentes vs Desempenho da Empresa
(Com a inclusão da variável Dummy dos Modelos de CG)**

VARIÁVEIS		Tobin-Q		ROE		ROA	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
DUMMY.AI	Coef	-3,724068	46,14048	- 1.550803	- 20.05821	- 0,66231	8.626848
	P-Value	0,2709	0.5342	0.4863	0.7549	0.0666***	0.2934
DUMMY.AI*INDEP	Coef	-0.187036	0.896921	0.091496	2,10518	-0.026364	1,40109
	P-value	0.8439	0.8683	0.8853	0.6574	0.7859	0.0362**
DUMMY.AI*INDEP ²	Coef		-0.905080		-2,84063		-1,92709
	P-value		0.8999		0.6529		0.0315**
DUMMY.AI*GEN	Coef	1.500.146	-75,09364	0.708809	25,99538	0.221897	-24,28510
	P-value	0.5109	0.6556	0.6406	0.8589	0.3456	0.2017
DUMMY.AI*GEN ²	Coef		41,22759		-13,99303		13,38250
	P-value		0.6557		0.8617		0.2003
DUMMY.AI*IDD	Coef	0.035698	-0.462011	0.008174	0.240624	0.006230	0.058472
	P-value	0.0993***	0.0991***	0.5535	0.3010	0.0096*	0.0601
DUMMY.AI*IDD ²	Coef		0.004105		-0.001916		-0.000425
	P-value		0.0769***		0.3132		0.0885***
DUMMY.AI*NAC	Coef	0.393931	0.083477	0.407075	0.501079	0.099880	0.133558
	P-value	0.4369	0.8596	0.2367	0.2423	0.0680***	0.0248**
DUMMY.AI*FACAD	Coef	-0.167037	0.070109	-0.346578	-0.575785	0.003853	-0.057301
	P-value	0.6518	0.8643	0.1751	0.1323	0.9185	0.2170
DUMMY.AI*GFORM	Coef	0.078287	0.272458	0.025902	0.148256	0.034412	0.125032
	P-value	0.8266	0.5589	0.9136	0.7139	0.3537	0.0301**
DIMAC	Coef	-0.873020	3,47474	-0.294609	0.227974	-0.031651	-0.191000
	P-value	0.3617	0.3721	0.6410	0.9453	0.7426	0.6449
DIMAC ²	Coef		-1.630.319		-0.537219		0.035588
	P-value		0.3943		0.7433		0.8609
DIMEMP	Coef	0.246743	0.441199	0.232758	0.208570	-0.006197	-0.005043
	P-value	0.3817	0.1122	0.2235	0.3654	0.8273	0.8568
TCV	Coef	0.321338	-0.510067	0.647112	0.993402	-0.004921	0.099326
	P-value	0.5413	0.4498	0.0811***	0.1117	0.9265	0.1891
AF	Coef	-1,08325	-1,40962	-1,35390	-1,16458	-0.008753	0.082076
	P-value	0.1354	0.0698***	0.0107**	0.0834**	0.9017	0.2974
IMOB/ACT	Coef	-0.270420	-0.983033	0.042903	0.299534	0.056332	0.137835
	P-value	0.6086	0.1423	0.9028	0.5883	0.3041	0.0671***
GRAUCUMP	Coef	0.040492	-0.463087	0.461741	0.056825	0.017590	-0.138434
	P-value	0.9696	0.6890	0.5190	0.9549	0.8714	0.2833

VARIÁVEIS		Tobin-Q		ROE		ROA	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
ANGLOSAX	Coef	-0.002056	0.243748	0.046298	-0.182138	0.000884	0.008635
	P-Value	0.9941	0.8890	0.8379	0.4142	0.9753	0.7511
DUAL	Coef	-0.639683	-0.826498	-0.754208	-0.272637	-0.043366	-0.081878
	P-Value	0.1504	0.0707	0.0427**²	0.4585	0.3290	0.0936
R ²		70%	85%	62%	67%	68%	82%
Prob (F-Statistic)		0.209422	0.116691	0.441606	0.690269	0.225319	0.175214

O género mostra-se marginalmente significativo para um nível de significância de cerca de 20%. Neste caso, uma maior proporção de administradoras independentes está positivamente relacionada com o desempenho da empresa, até atingir um determinado ponto crítico.

A nacionalidade e o grau de formação também se mostram significativos no modelo ROA, revelando que quanto mais administradores de nacionalidade portuguesa e mais qualificações, o desempenho da empresa melhora significativamente.

As restantes características dos administradores independentes mostram-se em geral pouco significativas.

² * para um nível de significância de 1%, ** para um nível de significância de 5%, *** para um nível de significância de 10%.

DUMMY.AI: Dummy com valor de 1-Presença de Administradores Independentes, 0-caso contrário; INDEP: % de Independentes; IDD: Idade dos Administradores Independentes; GEN: Género (% de Administradores Independentes do sexo masculino); NAC: Nacionalidade (% de Administradores Independentes de nacionalidade portuguesa); GFORM: Grau de formação (% de Administradores Independentes c/ formação superior a licenciatura); FACAD: % de Independentes c/ formação em áreas de Gestão; DIMCA: Dimensão do Conselho de Administração; DIMEMP: Dimensão da Empresa; TCV: Taxa Crescimento das Vendas; AF: Autonomia Financeira; IMOB/ACT: Imobilizado/ Activo Total; GRAUCUMP: Grau de Cumprimento das Recomendações da CMVM; ANGSA: Dummy com valor de 1-Modelo Anglo-Saxónico, 0-caso contrário; DUAL: Dummy com valor de 1- Modelo Dualista, 0-caso contrário)

Resumidamente, a inclusão das variáveis *dummy* relativas à adopção de um particular modelo de governance, vem reforçar em alguns dos modelos anteriormente usados a significância de algumas variáveis já citadas no primeiro modelo: proporção de independentes, idade e nacionalidade.

6.4.2. Resultados do Modelo com a exclusão das empresas do Sector Financeiro

Face à especificidade do Sector Financeiro no cálculo de algumas variáveis, foi feita uma nova regressão, excluindo as 5 empresas pertencentes ao sector financeiro.

No entanto, este novo modelo não acrescentou nenhuma conclusão adicional ao que já tínhamos referido nos modelos anteriores.

6.4.3 Testes Adicionais

Foi igualmente testado novas hipóteses de interacção entre algumas variáveis, nomeadamente:

- Idade x Grau de Formação
- Nacionalidade x Grau de Formação
- Género x Grau de Formação

Os resultados não se confirmaram todavia suficientemente significativos para alterar as conclusões anteriores.

7. CONCLUSÕES DO ESTUDO

Face ao que foi referido na primeira parte da tese, os argumentos anteriormente apresentados atribuem um papel potencialmente relevante à presença de administradores independentes no que diz respeito ao seu possível impacto no desempenho da empresa. Estes argumentos sugerem que o desempenho da empresa e o seu valor deveriam melhorar com um maior grau de independência do conselho de administração. No entanto, a amostra em causa e os resultados apresentados ficam aquém do que deveria ser esperado hipoteticamente, ou seja, uma relação significativa (forte) entre o desempenho de uma empresa e a presença e características dos Administradores Independentes.

Deste modo, poder-se-ão comentar as conclusões sobre as hipóteses em estudo tendo por base os estudos empíricos existentes:

H 1.1: Existe uma relação positiva entre o desempenho da empresa e a percentagem de Administradores Independentes no Conselho de Administração

- **Estratégia:** Embora seja de esperar que os administradores independentes melhorem o valor e o desempenho da empresa, também é possível que as empresas possam optar por nomear administradores independentes, em resposta ao mau desempenho da empresa (Bhagat e Black, 2002) para acalmar os investidores (Erickson et al., 2005).

Assim, o fraco desempenho é uma indicação da má administração e, conseqüentemente, da necessidade de uma supervisão crescente. Em resposta ao mau desempenho, os accionistas colocam mais administradores independentes no conselho para controlar a administração, sugerindo deste modo uma relação de causalidade inversa à considerada neste estudo.

O facto de nos resultados apresentados a percentagem de Independentes não influenciar significativamente o desempenho da empresa, em mais do que um dos modelos usados, poderá encontrar a sua justificação nestes argumentos.

- **Liderança:** Ramdani e Witteloostuijn (2010) referem no seu estudo que as empresas com um baixo desempenho requerem características no Conselho de Administração diferentes das de empresas com desempenho elevado, ou seja, estes autores referem que uma empresa com um fraco desempenho precisa de uma liderança forte para contrariar seu fraco desempenho, de acordo com a “*stewardship theory*”. Por outro lado, as empresas com melhor desempenho necessitam de uma boa vigilância para evitar uma concentração excessiva de poderes no CEO, o que vai de encontro com a teoria de agência. A importância da composição do conselho e da liderança é assim condicionado pelo desempenho inicial da empresa.

Isto sugere que as previsões de ambas as teorias (agência ou administração) são apoiadas ou rejeitadas, dependendo do nível de desempenho da empresa, o que pode justificar a fraqueza estatística de alguns dos resultados alcançados neste trabalho e a possibilidade de endogeneidade das variáveis.

- **Composição do Conselho:** Denis e Sarin (1999) referem que as empresas que aumentam substancialmente a sua proporção de administradores independentes apresentaram retornos acima da média no preço das acções nos últimos anos. Estes autores também relatam que a composição média de um Conselho para um grupo de empresas muda lentamente ao longo do tempo e que a composição do conselho das empresas com uma percentagem elevada (reduzida) de administradores independentes reduz (aumenta) em termos percentuais ao longo de tempo, o que vai de encontro aos resultados dos modelos (uma maioria de independentes traz melhores resultados até um determinado ponto crítico, em que a relação torna-se inversa).
- **Sectores muito competitivos vs Sectores pouco competitivos:** quando não existe qualquer relação entre Independentes e desempenho da empresa, este factor poderá ser explicado pelo tipo de mercados onde as empresas estão inseridas.

Apesar de a maioria dos relatórios de política pública recomendar que as empresas procurem um alto nível de independência do conselho, independentemente da natureza da indústria (por exemplo, na Comissão Corporativa Governo, 1998;

OECD, 1999), conceitualmente, há estudos que sugerem que haja uma diferença na composição do Conselho entre as empresas que são monopolistas/oligopolistas, ou seja, que tenham um baixo nível de concorrência no mercado e aquelas que enfrentam mercados com um alto nível de concorrência.

É assim natural que um elevado nível de independência do conselho reduza o valor da empresa que esteja num mercado altamente competitivo, o que leva a pensar que este efeito é devido ao facto de que essas empresas já se encontrarem monitorizadas por um ambiente competitivo. Isto implica que os Independentes são considerados como menos valias e podem até diminuir valor para estas empresas.

Baysinger e Butler (1985) testaram também a relação entre a percentagem de administradores independentes e o ROE. Estes autores concluíram que uma maioria de administradores independentes não é necessária para assegurar uma maior rentabilidade do património.

Hermalin e Weisbach (1991) compararam a percentagem de administradores independentes e o Tobin-Q. Estes autores observaram que não há relação entre administradores independentes e o valor da empresa.

Yermack (1996), Bhagat e Black (1999) e Agrawal e Knoeber (1996) também encontraram uma correlação negativa entre o Tobin-Q e a proporção de administradores independentes no conselho de administração e esta variável.

Bhagat e Black (2000) não encontram qualquer relação entre retornos de longo prazo do mercado e o nível de independência do conselho de administração.

Em oposição a estes argumentos e resultados, há alguns estudos conduzidos em diversos países que documentam uma relação positiva significativa entre a independência do conselho e desempenho da empresa: Liang e Li (1999) para China, Cho e Kim (2007), Choi, Park e Yoo (2007) e Black e Kim (2007) para a Coreia, Filatotchev Lien e Piesse (2005) e Yeh e Woidtke (2005) para Taiwan, entre outros).

No entanto, os resultados apresentados revelam que existe apenas uma relação fraca entre a performance da empresa e a presença de independentes. À primeira vista, estes resultados sugerem que a composição do conselho, as suas características e a percentagem de Independentes têm pouco efeito no desempenho da empresa, um achado consistente com anteriores estudos empíricos. Estudos anteriores têm sido incapazes de encontrar uma relação positiva robusta entre estas variáveis.

Assim, ainda não foi possível concluir-se se a percentagem de Administradores Independentes influenciam de forma concreta e linear a performance da empresa, como referem Bhagat e Black (1999).

No entanto, os administradores independentes prendem o seu cargo com dois motivos essenciais para serem bons supervisores. Se por um lado, temos a compensação financeira relativa ao desempenho da empresa, por outro temos a preocupação com a reputação (Ararat, Orbay, Yurtoglu, 2010).

Uma vez inconclusivos os resultados, estes podem estar ligados a uma potencial relação de endogeneidade entre as variáveis desempenho da empresa e as de presença (e características) dos administradores independentes. Não sendo esse o caso, nem havendo problemas de especificação do modelo empírico, será que os resultados implicam que as Diretrizes do Corporate Governance devam ser completamente abandonada? Os resultados poderão estar relacionados com o perfil dos independentes, serão esses administradores suficientemente Independentes? Embora a monitorização seja o principal dever prescrito para os administradores independentes, na prática os resultados questionam se estes serão realmente capazes de realizar esse "papel fiscalizador" de forma eficaz.

Hipótese 1.2 - O desempenho da empresa é influenciado pelas características dos Administradores Independentes, positiva ou negativamente consoante a característica em causa.

Relativamente às características dos Administradores Independentes podemos concluir face aos resultados apresentados, que não há grande relevância estatística observada

para as relações esperadas. No entanto, é primordial auferir o que a literatura empírica refere sobre estes resultados.

Quanto ao género dos Administradores Independentes, Adams e Ferreira (2009) referem que a adição de mulheres nos Conselhos muda o comportamento de todos os membros do conselho. No entanto, não é claro saber se a presença de Administradoras Independentes é importante na prática em termos do impacto no desempenho.

Ainda noutro estudo, uma organização sem fins lucrativos que procura promover as mulheres no mundo dos negócios – Catalyst, produz regularmente relatórios que mostram correlações entre desempenho das empresas e a presença de administradores do sexo feminino. Estes relatórios referem que a presença de mulheres nos conselhos correlaciona-se positivamente com medidas de desempenho, como por exemplo o ROE. Estes relatórios sugerem ainda que implicitamente ter mais mulheres nos conselhos é uma forma de melhorar o desempenho financeiro.

No entanto, a ambiguidade dos resultados empíricos sugere uma incerteza de que a presença de mais ou menos mulheres como Independentes no Conselho de Administração tenha um impacto significativo no desempenho da empresa. Na nossa amostra, pouco podemos concluir sobre estes argumentos, pois em nenhum dos modelos esta característica se mostra significativa.

Quanto à nacionalidade, Westphal e Zajac (1995) argumentam que os CEO's preferem trabalhar com Administradores da mesma nacionalidade dado que a presença de Administradores Independentes de diferentes nacionalidades pode implicar diferentes pontos de vista que não sejam consensuais com os Administradores executivos. Na nossa amostra, há pouca evidência sobre a relevância desta característica, no entanto observa-se uma significância moderada do impacto da nacionalidade que vai de encontro aos argumentos destes autores.

A nível da idade, nenhum estudo define a idade ideal de um Administrador Independente. Como já foi referido, uma idade mais avançada acarreta uma maior experiência de um Independente mas em contrapartida a idade de um jovem traz consigo ambição e a rapidez do sucesso. Na nossa amostra, há uma evidência moderada

de que administradores com mais idade implicam um pior desempenho para as empresas. Desta forma, administradores mais novos poderão afigurar-se como melhores supervisores, implicando um melhor desempenho nas empresas.

Quanto ao grau e tipo de formação Académica, Ferreira (2010) refere, por exemplo, que uma formação académica em finanças pode não ser suficiente para uma adequada compreensão da vertente financeira da empresa. No entanto, mesmo neste assunto, não existe literatura que suporte consistentemente estes argumentos. Na amostra em causa, as evidências de uma possível relação são nulas.



Tal como Adams e Ferreira (2009) referem, as características dos administradores podem trazer benefícios e custos para as empresas. Este equilíbrio entre estes custos e benefícios variam de empresa para empresa.

Anderson, Reeb, Upadhyay, e Zhao (2009) analisaram o impacto da heterogeneidade das características dos Administradores no desempenho da empresa, tendo em conta as características: educação, experiência, profissão, sexo, etnia, e raça. Estes autores, concluíram que o impacto da diversidade sobre o desempenho varia de acordo com as características da empresa. Em particular, os autores relatam que a diversidade tem um efeito benéfico em empresas mais complexas.

Neste contexto e na amostra apresentada, não há grande relevância estatística quando relacionamos as características dos Administradores Independentes e o desempenho da empresa, exceptuando a idade que se apresenta como a variável com uma moderada relevância estatística.

Hipótese 2 – Monotonia das Variáveis

Relativamente à hipótese de relação de não-monotonia nas variáveis, temos um quadro - resumo que responderá às hipóteses. Os campos que se encontram a sombreado correspondem às variáveis significativas. Também aqui as relações encontradas não são consistentes quando se alteram as variáveis dependentes:

Tabela 9 – Monotonia das Funções							
VARIÁVEIS	Tobin-Q		ROE		ROA		MONOTONIA
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	
% Independentes	-	+	+	-	+	-	
Dimensão do Conselho de Administração	Esta variável não foi significativa em nenhum dos modelos						
Género	Esta variável não foi significativa em nenhum dos modelos						
Idade	-	+	+	-	-	+	

De um modo geral, podemos concluir que a proporção de administradores independentes, embora com fraca evidência, relaciona-se positivamente com o desempenho da empresa. Na relação entre as características dos administradores independentes e o desempenho da empresa, podemos observar alguma evidência na característica idade e nacionalidade. Enquanto na variável idade, podemos observar uma relação negativa com o desempenho da empresa; a nacionalidade mostra-se positivamente relacionada com o desempenho da empresa.

Quando realizados os testes de robustez, nenhum deles vem acrescentar mais informação e resultados novos aos testes realizados anteriormente.

Em suma e apesar de não existir nenhuma forte evidência da presença e das características dos Independentes no desempenho da empresa, tal como a literatura existente refere, esta dissertação pode mostrar-se como um ponto de partida para outras investigações com uma amostra de maior dimensão.

8. LIMITAÇÕES

Para além de problemas gerais de variáveis eventualmente omitidas ou má especificação funcional dos modelos usados, existem importantes limitações neste estudo que serão importantes referir.

- **Dimensão da Amostra:** a amostra é pequena (33 empresas) o que poderá ter limitado, de alguma forma, os resultados.
- **Generalização do estudo:** Existe também uma limitação quanto à Generalização dos resultados para países fora de Portugal já que os mecanismos de Corporate Governance estão enraizados em factores nacionais (Porter, 1990; Gedajlovic e Shapiro, 1998).
- **Endogeneidade:** A possibilidade de endogeneidade (ignorada nos modelos usados) também poderá ser considerada uma limitação. Estudos anteriores indicam que a direcção da causalidade entre a independência do conselho e desempenho da empresa pode ser revertida.
- **Tarefas específicas dos Administradores Independentes:** a eficácia de um administrador independente pode também ser observada com a recolha de informação sobre as tarefas que estes realmente executam ao invés de meramente assumir que o seu estatuto de independência trará automaticamente consequências no desempenho. Uma abordagem mais aprofundada permitiria examinar a eficácia dos independentes no desempenho das suas funções de supervisão e da contribuição posterior do mesmo para o desempenho das empresas, discriminando entre administradores possivelmente os mais e menos competentes.
- **Dimensão temporal da amostra:** Nesta tese estamos a verificar resultados de apenas um ano (2008) o que poderá introduzir algum enviesamento nos resultados. Foram feitas a esse propósito análises adicionais para verificar se os *outliers* observados na rentabilidade das empresas do ano considerado influenciam os resultados. Em alternativa à rentabilidade medida a 1 ano,

incluíu-se a média dos 3 anos para o desempenho da empresa, terminados antes da reunião anual de accionistas da empresa. Os resultados (não objecto de relato) são semelhantes aos anteriormente reportados. Os impactos das diversas variáveis explicativas nas medidas de desempenhos utilizadas: rentabilidade, ROE, lucro operacional, são muito semelhantes aos encontrados numa análise referente a um ano.

- **Características dos Administradores Executivos:** dada a dimensão da amostra e a correspondente necessidade de não alargar excessivamente o número de variáveis explicativas, não foi feita uma análise das características individuais dos administradores executivos.

9. BIBLIOGRAFIA

Adams, R. e Ferreira, D. (2007), “A theory of friendly boards”, *Journal of Finance* 62 (1), pp. 217–250

Anderson, R., Reeb, D., Upadhyay, A., e W. Zhao (2009) “The economics director heterogeneity”, Temple University

Agrawal, Anup e Charles R. Knoeber (1996) “Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 377-397

Aldrich, H. E. e J. Pfeffer (1976), “Environments of organizations,” *Annual Review of Sociology*, Vol. 2, pp. 79-105

Ararat, M., Orbay, H. e B. Yurtoglu (2010) “The Effects of Board Independence in Controlled Firms: Evidence from Turkey”, *International Finance Corporation (IFC)*

Barber, B. e J. Lyon (1996) “Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics”, *Journal of Financial Economics* 41

Barnhart, Scott W. e S. Rosenstein (1998) “Board composition, managerial ownership and firm performance: An empirical analysis” *Financial Review* 33, pp. 1-16

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

Baysinger, B. e R. Hoskisson (1990) “The Composition of boards and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy”, *The Academic of Management Review*, Vol. 15, n.1

Bessler, W., Kaen F. e H. Sherman (1998) “Going Public: a Corporate Governance Perspective”, *Comparative Corporate Governance*, pp. 570-605

Bhagat, S., Black, B. (1999), “The uncertain relationship between Board composition and firm performance”, *Business Lawyer*, 54(3), pp. 921-963

Bhagat, S., Black, B. (2002) “The non-correlation between board independence and long term firm performance”, *Journal of Corporation Law* 27, pp.231–273

Bhagat, S., Bolton, B. (2008) “Corporate governance and firm performance”, *Journal of Corporate Finance* 14, pp. 257–273

Black, B., Jang, H. e K. Woochan (2006) “Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea”, *Journal of Corporate Finance*, 12 pp. 660-691

Brown, P., Beekes W. e P. Verhoeven (2010) “Corporate governance, accounting and finance: a review”, *Accounting & Finance*, 51, pp. 96–172

Burke, R. (1994). “Women on corporate boards of directors” *In: deBruijn, J. and Cyba, E. (Eds) Gender and Organizations & Changing Perspectives, University Press, Amsterdam*

Cadbury Report (1992), <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>

Carter, D., Simkins, B. e W. Simpson, (2002) “Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value”, <http://ssrn.com/abstract=304499>

Catalyst (2007) “The bottom line: Corporate performance and women’s representation on boards”, <http://www.catalyst.org/publication/200/the-bottom-line-corporate-performance-and-womens-representation-on-boards>

Código das Sociedades Comerciais (código legislativo)

Conyon, M. e K. Murphy (2000) “The Prince and the Pauper? Ceo Pay in the United States and United Kingdom,” *Economic Journal*, 110, F640.

Core, J., Holthausen, R. e D. Larcker (1998) “Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance”, *Journal of Financial Economics* 51, pp. 371-406

Dechow, P., Sloan, R. e A. Sweeney (1995), “Detecting Earnings Management” *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225

- Denis, D. e A. Sarin (1999) "Ownership and Board Structure in Publicly Traded Corporations" *Journal of Financial Economics* 52, pp. 187-223
- Donaldson, L. e J.H. Davis (1989) "CEO governance and shareholder returns: Agency theory or stewardship theory", *Academy of Management*, Washington, DC.
- Donaldson, L. e J. Davis (1991) "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns", *Australian Journal of Management*, 16, pp. 49-64
- Erickson, M., Wang, S. (1998) "Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, pp. 149-176
- Fama, E. e Michael C. Jensen (1983) "Separation of Ownership and Control" *Journal of Law and Economics*, Vol. 24, pp. 301-325
- Farinha, Jorge B. (1994) "Análise de Rácios Financeiros"
- Fernandes, Nuno, 2005 "Board Compensation and Firm Performance: The Role of "Independent" Board Members", Universidade Católica Portuguesa e ECGI
- Ferreira, D., 2010. "Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research, and Practice", *Wiley Publications*
- Finkelstein S e R. D'Aveni (1994) "CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command", *Academy of Management Journal* 37, pp. 1079–1108
- Gallo, M. (2005) "Consejeros independientes: como mejorar su aportación en la empresa familiar", Documento de Investigação n.º 589, IESE, Universidade de Navarra
- Gompers, P.A., Ishii, J.L. e A. Metrick (2003) "Corporate governance and equity prices", *Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, pp. 107-155
- Gordon, J. N. (2007) "The rise of independent directors in the United States, 1950-2005: of shareholder value and stock market prices", *Stanford Law Review*, 59, pp. 1465-1568

Hermalin, B. e M. S. Weisbach (1991) “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Value,” *Financial Management*, Vol. 20, No. 4, pp. 101-112

Hermalin, B. e M. S. Weisbach (1998) “Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO”, *American Economic Review* 88

Hermalin, B. e M. S. Weisbach (2000) “Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature”, University of California at Berkeley

Hermalin, B. e M. Weisbach (2003) “Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic evidence”, *Economic Policy Review*

Holton, V. (1995) “Women on the boards of Britain's top 200 companies”, *Women in Management Review*, 10, 3, pp. 16-20

Houle, C. O. (1990) “Who Should be on your Board?” *Nonprofit World*, 8, pp. 33–35

Instituto Português do Corporate Governance, 2011 “Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas” – Caderno Abril 2011

Instituto Português do Corporate Governance, 2007 “Os Administradores Independentes das Sociedades Cotadas Portuguesas” – Caderno Abril 2011

Jensen, M. e W. Meckling (1976) “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”

Jensen, M., (1986) “Agency costs of free cash flows, corporate finance and takeovers”, *American Economic Review* 76, pp. 323–329.

Kang, D.L. e A.B. Sorenson (1999) “Ownership organization and firm performance”, *Annual Review of Sociology*, 25, pp. 121–144

Kang, H., Cheng, M. e S.J. Gray (2007) “Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards”, *The Journal of Corporate Governance*, 15, 2, pp. 194-207

- Kesner, I. e D. Dalton (1986), “Boards of directors and the checks and (IM)balances of corporate governance”, *Business Horizons*, 29(5), 17-23
- Klaper, L. e I. Love (2004) “Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets”, *Journal of Corporate Finance*, vol.10, 5, pp 703-728
- Klein, A. (1998) “Firm Performance and Board Committee Structure”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 41, No. 1, pp. 275-304
- Kothari, S. P. e J. Warner (1997) “Measuring long-horizon security price performance” *Journal of Financial Economics* 43, 301-339
- Koenker, R. W. e G. W. Bassett (1978) “Regression quantiles” *Econometrica* 46, pp. 33-50
- Krivogorsky, V. (2006), “Ownership, board structure, and performance in continental Europe”, *The International Journal of Accounting*, vol. 41, pp. 176-197
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e A. Sheilfer (1998) “Corporate Ownership Around The World”, *Journal of Finance*, Vol. 54, no. 2, pp. 471
- Livro Branco sobre o Corporate Governance em Portugal, www.cgov.pt
- Macey, J.R. (1998) “Corporate Governance in Italy: One American’s Perspective”, (forthcoming), *Columbia Business Law Review*
- Mallin, C. (2003) “Non-executive directors: key characteristics”, *Corporate Governance: An International Review* 11, pp. 287-288
- Manning, D. (1995). “Women directors: A CEO priority”, *Directors and Boards*, 19(3), pp. 19-21.
- Marques, C. (2008), “Corporate Governance”,
http://www.sinase.pt/UserFiles/File/luanda/corporate_governance_marques.pdf
- Monks, R. e N. Minow (2001) “Corporate Governance” 2nd edition

OCDE (1999) “Princípios de Governo das Sociedades”, pp 3-42

Pfeffer, J. e G.R. Salancik (1978), “The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective”, Harper & Row, New York

Porter, M. E. (1990) “The Competitive Advantage of Nations”, London: MacMillan

Ramdani, D. e A.Witteloostuijn (2010) “The Impact of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand”, *British Journal of Management*, Vol. 21, pp. 607–626

Randoy, T., e J. Jensen (2004) “Board Independence and Product Market Competition in Swedish Firms”

Relatório Anual do Governo Societário, 2008, CMVM

Romero, Andrés Fernández (2004), “Perfil y función de los consejeros en el buen Gobierno de la Empresa”, *El Gobierno de la Empresa: En Busca de la Transparencia y la Confianza*, Ediciones Pirámide, Madrid

Rosenstein, Stuart e F.G. Wyatt (1997), “Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth”, *Journal of Financial Economics* 44, 229-250

Rozeff, M. (1982) “Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios”, *The Journal of Financial Research*, Vol. 5 no.3

Shleifer, A. e R. Vishny (1997) “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, pp 737-783

Todo Bom, L. (2005) “Uma aproximação sistemática ao “Governo das Empresas”, publicado no site do Instituto Português do Corporate Governance (www.cgov.pt)

Vance, Stanley C., (1964) “Board of directors: Structure and performance”, Harvard Business School Press, Boston, MA.

- Watson, W., Kamalesh K. e L. Michaelsen (1993) “Cultural diversity’s impact on interaction process and performance: Comparing homogeneous and diverse task groups” *Academy of Management Journal* 36 (3), pp.590–602
- Weisbach, Michael S., (1988) “Outside directors and CEO turnover”. *Journal of Financial Economics* 20, pp. 431-460
- Wiersema, M. F. e K. Bantel (1992) “Top management demography and corporate strategic change”, *Academy of Management Journal* 35 (1), pp. 91–121
- Wiseman, R. e Gomez-Mejia, L. (1998), “The behavioral agency model of managerial risk taking”, *The Academy of Management Review*, Vol.23, No. 1
- Westphal, James D. e Edward J. Zajac (1995) “Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection” *Administrative Science Quarterly* 40 (1), pp. 60–83
- Westphal, J. e Graebner (2008) “A Matter of Appearances: How Corporate Leaders Manage the Impressions of Financial Analysts about the Conduct of their Boards”
- Yermack, D. (1996) “Higher market valuation of companies with a small board of directors” *Journal of Financial Economics* 40, 185-212

10. ANEXOS

ANEXO 1

Recomendações da CMVM que se enquadram na temática relativa ao Conselho de Administração

II.1.1.1 O órgão de administração deve avaliar no seu relatório de governo o modelo adoptado, identificando eventuais constrangimentos ao seu funcionamento e propondo medidas de actuação que, no seu juízo, sejam idóneas para os superar.

II.1.1.3 Os órgãos de administração e fiscalização devem ter regulamentos de funcionamento os quais devem ser divulgados no sítio na Internet da sociedade.

II.1.2.1 O Conselho de Administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos.

II.1.2.2 De entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores.

II.2.1 Dentro dos limites estabelecidos por lei para cada estrutura de administração e fiscalização, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o Conselho de Administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.

II.2.2 O Conselho de Administração deve assegurar que a sociedade actua de forma consentânea com os seus objectivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente, no que respeita a: i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) definir a estrutura empresarial do grupo; iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais

II.2.3 Caso o presidente do Conselho de Administração exerça funções executivas, o Conselho de Administração deve encontrar mecanismos eficientes de coordenação dos trabalhos dos membros não executivos, que designadamente assegurem que estes possam decidir de forma independente e informada, e deve proceder-se à devida explicitação desses mecanismos aos accionistas no âmbito do relatório sobre o governo da sociedade.

II.2.4 O relatório anual de gestão deve incluir uma descrição sobre a actividade desenvolvida pelos administradores não executivos referindo, nomeadamente, eventuais constrangimentos deparados.

II.2.5. O órgão de administração deve promover uma rotação do membro com o pelouro financeiro, pelo menos no fim de cada dois mandatos.

ANEXO 2

Art. 414º do Código das Sociedades Comerciais

“Artigo 414.º-A

Incompatibilidades

1 - Não podem ser eleitos ou designados membros do Conselho Fiscal, fiscal único ou revisor oficial de contas:

- a) Os beneficiários de vantagens particulares da própria sociedade;*
- b) Os que exercem funções de administração na própria sociedade;*
- c) Os membros dos órgãos de administração de sociedade que se encontrem em relação de domínio ou de grupo com a sociedade fiscalizada;*
- d) O sócio de sociedade em nome colectivo que se encontre em relação de domínio com a sociedade fiscalizada;*
- e) Os que, de modo directo ou indirecto, prestem serviços ou estabeleçam relação comercial significativa com a sociedade fiscalizada ou sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo;*
- f) Os que exerçam funções em empresa concorrente e que actuem em representação ou por conta desta ou que por qualquer outra forma estejam vinculados a interesses da empresa concorrente;*
- g) Os cônjuges, parentes e afins na linha recta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de pessoas impedidas por força do disposto nas alíneas a), b), c), d) e f), bem como os cônjuges das pessoas abrangidas pelo disposto na alínea e);*
- h) Os que exerçam funções de administração ou de fiscalização em cinco sociedades, exceptuando as sociedades de advogados, as sociedades de revisores oficiais de contas e os revisores oficiais de contas, aplicando-se a estes o regime do artigo 76.º do Decreto-Lei n.º 487/99, de 16 de Novembro;*
- i) Os revisores oficiais de contas em relação aos quais se verificarem outras incompatibilidades previstas na respectiva legislação;*
- j) Os interditos, os inabilitados, os insolventes, os falidos e os condenados a pena que implique a inibição, ainda que temporária, do exercício de funções públicas.”*

Independência

Considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância susceptível de afectar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de:

- a) Ser titular ou actuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade;*
- b) Ter sido reeleita por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada”*

Anexo 3

Currículos dos Administradores Independentes

ADMINISTRADORES INDEPENDENTES PSI 20 E PSI GERAL (ANO 2008)					
EMPRESA	NOME	IDAD E	M/F	NAC.	FORMAÇÃO
ALTRI	Os actuais membros do Conselho de Administração desempenham funções executivas e não podem ser considerados independentes.				
BCP (Modelo Dualista*)	António Manuel Costa Gonçalves	68	M	PT	Licenciatura em Economia pela Columbia University em 1964 e em Engenharia Têxtil, pelo Pennsylvania Textile Institute em 1966
	João Alberto Ferreira Pinto Basto	77	M	PT	Licenciatura em Medicina em 1958 pela Universidade de Lisboa
	José Eduardo Faria Neiva Santos	71	M	PT	Licenciatura em Economia em 1963, pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto
	Keith Satchell	57	M	ING	Bacharel em Ciências pela Universidade de Aston em Birmingham em 1972.
	Luís Francisco Valente de Oliveira	71	M	PT	Licenciatura em Engenharia Civil, em 1961, pela Universidade do Porto, onde completou o Doutoramento na mesma área em 1973.
	Luís de Melo Champalimaud	56	M	PT	Frequentou o curso de Economia no Instituto Superior de Economia e Sociologia de Évora
	Ângelo Ludgero da Silva Marques	70	M	PT	Licenciatura em Engenharia Mecânica, em 1968, pela Universidade do Porto
BES	Alberto Oliveira Pinto	67	M	PT	Licenciado em Ciências Económicas pelo ISCEF
	Luís Daun Lourena	65	M	PT	Frequentou o terceiro ano do Curso de Direito da Universidade de Lisboa.
	Nuno Godinho de Matos	61	M	PT	Licenciado em Direito pela Universidade Clássica de Lisboa
	José Pena	69	M	PT	Licenciado em Organização e Gestão de Empresas pelo ISCTE; Posteriormente frequentou o International Advanced Executive Program (IAEP) da J.L. Kellogg Graduate School of Management, Northwestern University, Chicago, EUA.
	Isabel de Sousa Coutinho	63	F	PT	Licenciada em Finanças pelo Instituto Superior de Ciências Económicas e Financeiras (ISCEF) em 1969
	João de Faria Rodrigues	54	M	PT	Licenciado em Organização e Gestão de Empresas pelo Instituto Superior de Economia - 1980

	José Epifânio da Franca	54	M	PT	Licenciado pelo Instituto Superior Técnico (IST) em 1978. Doutorou-se no Imperial College of Science and Technology (Londres, Reino Unido) em 1985 e em 1992 obteve a Agregação pela Universidade Técnica de Lisboa
BPI	Antonio Lobo Xavier	50	M	PT	Licenciatura em Direito pela Universidade de Coimbra 1988; Mestrado em Ciência Jurídico Económicas pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra
	Carlos Moreira da Silva	57	M	PT	2006: Stanford Executive Programme, University of Stanford 1982: PhD em Management Sciences, University of Warwick 1978: MSc em Man. Sci. and OR, University of Warwick, UK 1975: Licenciatura em Engenharia Mecânica, Universidade do Porto
BRISA	António José de Sousa	51	M	PT	Licenciado em Engenharia Civil, pelo Instituto Superior Técnico, em 1982. Pósgraduação em Gestão de Empresas, pela Universidade Católica Portuguesa, em 1998
	Luís Manuel Abreu	69	M	PT	Licenciado em Direito, na Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, em 1963
	António Ressano Lamas	62	M	PT	Licenciado em Engenharia Civil pelo Instituto Superior Técnico (IST) em 1969. Master of Science (MSc), em Estruturas Metálicas em 1974 e Doutor em Engenharia de Estruturas (PhD), em 1979, pelo Imperial College of Science and Technology, Universidade de Londres.
	João Vieira de Almeida	47	M	PT	Licenciado em Direito, pela Universidade Católica Portuguesa, em 1985
CIMPOR	Prof Eng Ricardo Bayão horta	73	M	PT	Licenciado Eng. Química Master Science, Doutoramento em Filosofia
	Luís Eduardo Barbosa	76	M	PT	Licenciado em Finanças
	Vicente Árias Mosquera	62	M	Esp	Licenciado em Direito
EDP Modelo Dualista*	Alberto João de Castro	56	M	PT	Licenciado em Economia Faculdade de Economia do Porto Doutoramento em Economia - USA
	António Sousa Gomes	72	M	PT	Licenciado em Engenharia Mecânica pelo Instituto Superior Técnico de Lisboa Graduado SEP pela Graduate School of Business, Stanford University
	Diogo Campos Machado	47	M	PT	Licenciado em Direito
	Eduardo de Almeida Catroga	66	M	PT	Licenciado em Finanças PG Harvard Bussiness School
	Manuel Fernando Monteiro	51	M	PT	Lienciado em Direito
	Rui Eduardo Pena	69	M	PT	Advogado
	Vital Martins Moreira	64	M	PT	Licenciatura e Doutoramento em Direito Público - Uniersidade de Coimbra
	Vitor Domingos Franco	58	M	PT	Licenciado em Finanças Doutoramento Ciências Económicas e Empresariais - Madrid

	Vitor Fernando Gonçalves	54	M	PT	Licenciado em Organização e Gestão de Empresas Doutorado em Ciências Empresariais pela FCEE da Universidade de Sevilha (1987) Agregado em Gestão pela Universidade Técnica de Lisboa (1993)
EDP RENOV	José Silva Lopes	76	M	PT	Licenciado em Finanças ISCEF
	António Nogueira Leite	46	M	PT	Licenciado em Economia na Universidade Católica Portuguesa Mestrado em Ciências Económicas; Doutorado em Economia pela Universidade do Illinois
	Rafael Caldeira Valverde	55	M	PT	Licenciado em Economia
	José Araújo e Silva	57	M	PT	Licenciado em Economia na Faculdade de Economia do Porto Formação especializada na Universidade de Paris IX, Dauphine, e no International banker's Course do Midland Bank, em Londres
	Jorge Santos	57	M	PT	Licenciatura em Economia Mestrado em Economia da Universidade de Bristol Doutorado em Economia pela Universidade de Kent
	Francisco José Lacerda	48	M	PT	Licenciatura em Gestão pela Universidade Católica Portuguesa
	João Manuel Franco	62	M	PT	Licenciado em Engenharia Mecânica pelo Instituto Superior Técnico Possui formação complementar em Gestão Estratégica e Administração de Empresas e foi bolseiro da Junta de Energia Nuclear
	João Lopes Raimundo	48	M	PT	Licenciado em Gestão e Administração de Empresas pela Universidade Católica Portuguesa e obteve um MBA pelo INSEAD
	Daniel M. Kammen	46	M	ING	Mestre e Doutor em Física
GALP	Francisco Luís Murteira Nabo	69	M	PT	Licenciado em Economia pelo Instituto Superior de Ciências Económicas e Financeiras de Lisboa Master in Business Administration da AESE – Escola de Direcção de Negócios
	Joaquim José Borges Gouveia	58	M	PT	Licenciado em engenharia electrotécnica pela Faculdade de Engenharia da Universidade do Porto Doutorado em engenharia electrotécnica e dos computadores pela Faculdade de Engenharia da Universidade do Porto
JM	Antonio Borges	61	M	PT	Licenciado em Economia pela Universidade Técnica de Lisboa Doutorado em Economia pela Stanford University
	Artur Santos Silva	67	M	PT	Licenciado em Direito pela Universidade de Coimbra
	Hans Eggerstedt	71	M	Ale	Licenciado em Economia pela Universidade de Hamburgo
	Rui Patrício	78	M	PT	Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa

MOTA ENGL	Luís Valente de Oliveira	71	M	PT	Licenciatura em Engenharia Civil Doutor em Engenharia Civil
	António Lobo Xavier	49	M	PT	Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra; Mestre em Ciências Jurídico-Económicas pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
PORTUCEL					
REN	José Luís Marinho	55	M	PT	Licenciado em Economia na Faculdade de Economia do Porto
	José Isidoro d'Oliveira Carvalho Netto	63	M	PT	Licenciado em Engenharia Mecânica pelo Instituto Superior Técnico
	José Frederico Vieira Jordão	63	M	PT	Licenciado em Finanças pelo Instituto Superior de Ciências Económicas e Financeiras
	Fernando António Andrade	37	M	PT	Mestre em Direito, na área de ciências jurídico-económicas, pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra.
PT	Fernando António Andrade	54	M	PT	Licenciado em Economia no ISE MBA em Finanças pela Universidade Católica Advanced Management Program da Wharton School da Universidade da Pensilvânia
	José Xavier de Basto	70	M	PT	Licenciado em Direito pela Universidade de Coimbra Curso Complementar em Ciências Políticas-Económicas (1961)
	Fernando Carneiro	58	M	PT	Licenciado em Engenharia de Minas no IST
	Luís Coutinho	48	M	PT	Licenciado Gestão e Administração de Empresas na Universidade Católica Portuguesa
	João de Mello Franco	62	M	PT	Licenciado em Engenharia Mecânica no IST Formação complementar em Gestão Estratégica e Alta Direcção de Empresas
	Gerald McGowan	62	M	USA	Licenciado em Direito na Georgetown University Law Center (J.D. 1974) e Georgetown University (B.S.B.A. 1968)
	Francisco Soares	59	M	PT	Licenciado em Economia no ISCEF Master of Science in Management no Arthur D. Little Management Education Institute - EUA Master in Public Administration na Harvard University
	Thomaz Vasconcellos	51	M	PT	Licenciado em Gestão e Administração de Empresas pela Universidade Católica Portuguesa
SEMAPA	Joaquim Martins Amaral	63	M	PT	Licenciatura em Engenharia Mecânica - IST
	António Nobrega Camara	54	M	PT	Licenciatura em Engenharia Civil no IST PhD em Engenharia de Sistemas Ambientais
SONAES SGPS	Alvaro Cuervo Garcia	67	M	ESP	Doutoramento em Economia Mestrado em Estatística, Mestrado em Psicologia Industrial – Universidade de Madrid

	Michael Marie Bom	66	M	ING	Licenciado pela École National d'Administration Stanford Executive Program – Stanford University
	Jose Neves Adelino	56	M	PT	Licenciatura em Finanças, Universidade Técnica de Lisboa DBA, Finance, Kent State University
SONAE IND	Álvaro Cuervo García	66	M	ESP	Pós-graduação em Estatística e Psicologia PhD em Economia da Universidade de Madrid
	Per Knuts	70	M	ALE	Licenciatura em Engenharia Química - Royal Institute of Technology (Suécia)
	Thomas Nystén	69	M	ING	Licenciatura em Ciências Políticas - Universidade de St. Andrews (Escócia), em 1963 Conclui em 1984 um AMP na Harvard Business School
SONAE COM	António Sampaio e Mello	53	M	PT	Doutoramento em Economia, London Business School, Inglaterra MBA da Columbia University, EUA Mestrado em Economia da Columbia University, EUA Licenciatura em Engenharia – Universidade de Lisboa
	Jean-François Pontal	66	M	FR	Licenciatura em Engenharia do Centre d'Etudes Supérieures des Techniques Industrielles em França
	Franck Dangeard	53	M	FR	Licenciatura em Direito Económico pela Université Assas – Paris Fulbright Scholar da Harvard Law School LLM Fellow da Harvard Law School
SONAE CAPITAL	Francisco de La Fuente Sánchez	67	M	PT	Licenciatura em Engenharia Electrotécnica - IST (1965)
	Rafael Cerezo Laporta	58	M	ESP	Licenciatura em Economia - London School of Economics (1970 - 1974) Master in Business Administration - Columbia University (1975 - 1977)
	Paulo José Jubilado Soares de Pinho	46	M	PT	Licenciatura em Economia - Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa (1985) MBA – Master in Business Administration - Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa (1989) Doutoramento em Banking and Finance - City University Business School, Londres (1994) Negotiation Analysis - Amsterdam Institute of Finance (2005) Advanced Course - European Venture Capital and Private Equity Association (2006) Valuation Guidelines Masterclass - European Venture Capital and Private Equity Association (2007) Private Equity and Venture Capital Programme - Harvard Business School (2007)
	Pedro Manuel Bastos Mendes Rezende	47	M	ESP	Licenciatura em Engenharia Industrial Mecânica - ICAI, Madrid (1979 - 1985) Master in Business Administration - INSEAD, Fontainebleau (1989 - 1990)
TD **					
ZON	Daniel Proença de Carvalho	66	M	PT	Licenciatura em Direito na Universidade de Coimbra
	László Cebrian	62	M	PT	Mestrado em Business and Administration. Universidade de “Handelshochschule”, St. Gallen, Suíça

	Vitor Gonçalves	53	M	PT	Licenciado em Organização e Gestão de Empresas pelo ISEG Doutorado em Ciências Empresariais pela FCEE da Universidade de Sevilha
	Paulo Mota Pinto	42	M	PT	Mestre e Doutor em Direito (Ciências Jurídico-Civilísticas)
	Nuno Silvério Marques	52	M	PT	Licenciatura em Gestão e Administração de Empresas - Universidade Católica Portuguesa MBA com especialização em Gestão da Informação / e-business
BANIF	Diogo António Rodrigues da Silveira	50	M	PT	Diplôme d'Ingenieur – École Centrale de Lille Research Scholar – Berkeley UC, E.U.A. Master of Business Administration (MBA) – INSEAD, França
AMORIM					
NOVABASE	Luís de Mira Amaral	63	M	PT	Pós-Graduação em Gestão (Stanford Executive Program) pela Universidade de Stanford; Mestre em Economia pela Universidade Nova de Lisboa Licenciado em Engenharia Electrónica pelo IST
	João Francisco Saldanha	53	M	PT	MBA pela Universidade Nova de Lisboa Licenciado em Engenharia de Minas pelo IST
	Manuel Alves Monteiro	51	M	PT	Licenciado em Direito e inscrito na Ordem dos Advogados
FINIBANCO	Carlos Manuel Marques Martins	52	M	PT	Licenciado em Engenharia Mecânica pela Faculdade de Engenharia da Universidade do Porto
	Fernando da Rocha e Costa	51	M	PT	Licenciado em Economia Faculdade de Economia do Porto
GLINTT	Joaquim Anibal Goes	43	M	PT	Licenciado em Administração e Gestão de Empresas, com especialização em Marketing e Finanças, pela Universidade Católica Portuguesa MBA pelo INSEAD, Fontainebleau
	Pedro Manuel Inácio	42	M	PT	Licenciado em Engenharia Informática pelo COCITE.
GRAO PARA					
IMPRESA	Alexandre Vaz Pinto	69	M	PT	Licenciado em Economia Instituto Superior de Ciências Económicas
	António Soares Barbosa	64	M	PT	Licenciado em Finanças pelo Instituto Superior de Ciências Económicas e Financeiras
	Luiz F. De Almeida e Vasconcellos	71	M	PT	Engenheiro Técnico Agrário - Instituto Agronómico de Gembloux - Bélgica
	Maria Luísa Coutinho Anacoreta Correia	41	F	PT	Licenciada em Administração e Gestão de Empresas pela Universidade Católica Portuguesa Mestre em Economia
	Miguel Luís Veiga	72	M	PT	Licenciado em Direito Faculdade de Direito de Coimbra

INAPA	Jorge Armindo Teixeira	56	M	PT	Licenciado em Economia pela Faculdade de Economia do Porto
	Emídio de Jesus Maria	57	M	PT	Licenciado em Organização e Gestão de Empresas
	Pedro Norton de Matos	53	M	PT	Licenciado em Organização e Gestão de Empresas pelo ISCTE
MARTIFER	Jorge Bento Farinha	44	M	PT	Licenciatura em Economia pela Faculdade de Economia do Porto MBA pelo INSEAD- Institut Européen d'Administration des Affaires, Fontainebleau, França PhD in Accounting and Finance pela University of Lancaster (Management School), Reino Unido
	Luís António Tavares	62	M	PT	Licenciatura em Engenharia Civil pelo IST Mestre em Investigação Operacional pela Universidade de Lancaster (Reino Unido) Doutor em Ciências da Engenharia pelo IST e Agregado em Investigação Operacional pelo IST
SOARES COSTA	António Manuel Palma Ramalho	48	M	PT	Licenciatura em Direito na Universidade Católica de Lisboa Pós graduação em International Capital Markets pelo International Finance Institute – St. Catherine's College, Oxford
COFINA					
MEDIA CAPITAL	Joaquim Pina Moura	56	M	PT	Licenciado em Economia e pós-graduado em Economia Monetária e Financeira pelo Instituto Superior de Economia e Gestão Frequentou também o curso de Engenharia Mecânica da Faculdade de Engenharia da Universidade do Porto
	Jaime Roque D'Almeida	65	M	PT	Licenciado em Direito pela Faculdade de Direito de Lisboa em 1965
	Tirso Olazábal Cavero	54	M	ESP	Licenciado em Gestão pela Universidad Complutense de Madrid
	José Lemos	52	M	PT	Licenciado em Económica pelo Instituto Superior de Economia Universidade Técnica de Lisboa.

ANEXO 4

Variáveis Independentes

EMPRESAS	VARIÁVEIS EXPLICATIVAS											
	% Independentes	Idade	Género	Nacionali//	Grau de Formação	Formação Académica nas áreas de Gestão	Taxa de Crescimento Vendas	LOG (Dimensão Da Empresa)	Imobilizado Activo Total	AF %	Grau de Cumprimento das Recomendações	LOG (Dimensão do Conselho de Administração)
ALTRI	0%	0	0,00	0,00	0,00	0,00	2,86%	9,0472	0,4409	7,75%	56%	0,699
AMORIM	0%	0	0,00	0,00	0,00	0,00	2,87%	8,7595	0,3540	42,93%	69%	0,954
BANIF	13%	50	1,00	1,00	1,00	1,00	11,13%	9,9805	0,0062	3,62%	75%	0,903
BGP	37%	67	1,00	0,86	0,14	0,43	-4,85%	10,9751	0,0289	6,62%	81%	1,279
BES	27%	61,87	0,86	1,00	0,14	0,57	5,89%	10,8761	0,0389	6,19%	92%	1,415
BPI	9%	53,5	1,00	1,00	0,50	0,00	10,08%	10,6335	0,0175	4,56%	76%	1,362
BRISA	31%	57,25	1,00	1,00	0,50	0,25	6,44%	9,7477	0,2650	24,54%	93%	1,114
CIMPOR	27%	70,33	1,00	0,67	0,33	0,50	13,10%	9,6642	0,7408	35,01%	79%	1,041
COFINA	0%	0	0,00	0,00	0,00	0,00	3,52%	8,3869	0,4128	-5,13%	56%	0,602
EDP	53%	59,67	1,00	1,00	0,67	0,44	5,54%	10,5528	0,8620	23,93%	91%	1,230
EDP RENOV	60%	55	1,00	0,89	0,44	0,78	52,61%	9,9740	0,8969	55,20%	89%	1,176
FINIBANCO	27%	51,5	1,00	1,00	0,00	0,50	-18,61%	9,4766	0,0149	4,60%	76%	1,041
GALP	12%	63,5	1,00	1,00	1,00	0,50	11,49%	9,8211	0,5931	33,50%	72%	1,230
GLINTT	22%	42,5	1,00	1,00	0,50	0,50	69,46%	8,2981	0,6441	55,70%	58%	0,954
GRAO PARA	0%	0	0,00	0,00	0,00	0,00	-39,69%	7,7026	0,1994	24,45%	44%	0,477
IMPRESA	63%	63,4	0,80	1,00	0,20	0,60	3,44%	8,7152	0,8257	27,94%	79%	0,903
INAPA	38%	55,33	1,00	1,00	0,00	1,00	-1,17%	8,8824	0,5363	19,70%	85%	0,903
JM	44%	69,25	1,00	0,75	0,25	0,50	-6,24%	9,5713	0,7423	24,99%	87%	0,954
MARTIFER	22%	52	1,00	1,00	1,00	0,50	77,64%	9,1299	0,0520	24,75%	78%	0,954
MEDIA CAPITAL	44%	56,75	1,00	0,75	0,25	0,75	13,63%	8,6514	0,6480	30,70%	65%	0,954
MOTA ENGIL	14%	60	1,00	1,00	1,00	0,00	20,23%	9,5693	0,6074	9,20%	74%	1,146
NOVABASE	27%	55,66	1,00	1,00	0,67	0,33	6,51%	8,3079	0,1964	43,60%	98%	1,041
PORTUCEL	6%	0	0,00	0,00	0,00	0,00	2,41%	9,3894	0,7106	50,84%	76%	0,954
PT	38%	58	1,00	0,88	0,25	0,50	8,07%	10,1371	0,7237	8,75%	85%	1,322

REN	31%	54,5	1,00	1,00	0,25	0,50	16,10%	9,5824	0,8317	26,46%	87%	1,114
SEMAPA	15%	58,5	1,00	1,00	0,50	0,00	-3,39%	9,5159	0,6968	34,27%	70%	1,114
SOARES COSTA	40%	48	1,00	1,00	1,00	0,00	-4,68%	9,1400	0,4254	10,06%	76%	0,699
SONAE COM	25%	57,33	1,00	0,33	0,33	0,33	8,07%	9,2952	0,7655	47,07%	90%	1,079
SONAE IND	33%	68,33	1,00	0,00	0,33	0,33	3,61%	9,2829	0,7226	20,86%	89%	0,954
SONAE CAPITAL	57%	54,5	1,00	0,50	0,75	0,50	17,11%	8,9677	0,6041	38,37%	79%	0,845
SONAE SGPS	38%	63	1,00	0,33	0,33	1,00	10,62%	9,8637	0,6588	51,28%	87%	0,903
TD	0%	0,000	0,000	0,000	0,000	0,00	30,73%	9,5022	0,7190	10,66%	57%	1,000
ZON	31%	55	1,00	1,00	0,80	0,60	8,48%	9,1216	0,7766	14,49%	90%	1,204

ANEXO 5

Variáveis Dependentes

EMPRESAS	VARIÁVEIS DEPENDENTES		
	TOBIN -Q	ROE	ROA
ALTRI	1,1538	15,275%	5,226%
AMORIM	0,7041	6,881%	3,534%
BANIF	1,0648	9,896%	0,490%
BCP	0,7788	15,800%	0,760%
BES	0,8028	13,650%	0,666%
BPI	0,9865	19,340%	0,800%
BRISA	2,3356	13,560%	4,580%
CIMPOR	1,2079	17,696%	18,316%
COFINA	1,1568	131,689%	6,372%
EDP	1,0583	20,372%	5,939%
EDP RENOV	0,8426	2,153%	2,459%
FINIBANCO	0,6721	0,600%	2,301%
GALP	1,9148	27,694%	13,304%
GLINTT	0,6008	-3,428%	-5,024%
GRAO PARA	1,0034	-27,403%	2,440%
IMPRESA	0,8420	8,424%	7,094%
INAPA	0,7979	-23,492%	1,431%

EMPRESAS	VARIÁVEIS DEPENDENTES		
	TOBIN -Q	ROE	ROA
JM	1,8818	22,688%	8,129%
MARTIFER	1,0449	10,338%	3,823%
MEDIA CAPITAL	0,8158	9,549%	8,017%
MOTA ENGIL	0,8963	14,918%	2,425%
NOVABASE	0,2750	5,374%	5,196%
PORTUCEL	0,9664	9,917%	7,446%
PT	1,6265	38,985%	4,326%
REN	1,1797	21,835%	8,302%
SEMAPA	0,5449	40,983%	9,601%
SOARES COSTA	1,0897	3,702%	3,185%
SONAE COM	0,5434	2,463%	0,845%
SONAE IND	1,2323	-0,278%	3,969%
SONAE CAPITAL	0,5340	38,042%	-0,140%
SONAE SGPS	0,5973	17,690%	4,555%
TD	0,9439	-4,925%	2,890%
ZON	1,1577	21,620%	10,151%

ANEXO 6

Correlação de Pearson

Variáveis	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1. ROE	1														
2.ROA	0.277030	1													
3.Tobin-Q	0.182827	0.386816	1												
4. % Independentes	-0.108031	0.002931	-0.030477	1											
5. Autonomia Financeira	-0.280453	0.079357	-0.277394	0.234210	1										
6. Formação Académica na área de Gestão	-0.188508	-0.018879	-0.053597	0.597964	0.189445	1									
7. Género	-0.121275	0.001176	0.033657	0.656553	0.091043	0.581547	1								
8. Grau de Formação	0.026709	0.034627	0.115831	0.185465	0.034615	0.141511	0.573054	1							
9. Grau de Cumprimento das Recomendações	-0.084224	0.089272	0.084919	0.609651	0.167135	0.450994	0.659842	0.264167	1						
10. Idade	-0.088672	0.136560	0.093992	0.693446	0.071736	0.577924	0.955803	0.464816	0.705893	1					
11. Imobilizado/ Activo Total	0.068257	0.393039	0.082515	0.375716	0.458687	0.102956	0.058906	-0.039698	0.131681	0.116888	1				
12. Dimensão do C.A.	-0.022391	0.058788	0.105006	0.226578	-0.030061	0.194103	0.524864	0.198053	0.589984	0.560420	0.023356	1			
13. Dimensão da Empresa	0.066794	0.007195	0.224344	0.194470	-0.268548	0.186597	0.385689	0.134004	0.481343	0.454274	-0.111254	0.768170	1		
14. Nacionalidade	-0.096092	0.003988	0.079759	0.471577	-0.099533	0.428973	0.798409	0.554416	0.466428	0.722427	-0.130384	0.550516	0.354083	1	
15. Taxa de Crescimento das Vendas	-0.003779	-0.196198	-0.093374	0.112903	0.327545	0.227456	0.227300	0.381262	0.049671	0.119188	0.157401	0.204864	0.030134	0.226489	1

