

**CORPORATE GOVERNANCE E O DESEMPENHO DAS
EMPRESAS PORTUGUESAS**

Ana Rita Rebouta Antas

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Gestão

Orientador:

Prof. Álvaro Augusto da Rosa, Professor Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

Outubro, 2016

INSTITUTO UNIVERSITÁRIO DE LISBOA
INSTITUTO SUPERIOR DAS CIÊNCIAS DO TRABALHO E DA EMPRESA

CORPORATE GOVERNANCE E O DESEMPENHO DAS
EMPRESAS PORTUGUESAS

Ana Rita Rebouta Antas

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Gestão

Orientador:

Prof. Álvaro Augusto da Rosa, Professor Auxiliar, ISCTE Business School,
Departamento de Marketing, Operações e Gestão Geral

Outubro, 2016

RESUMO

Corporate Governance (CG) é definido como o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas, fornecendo a estrutura com que a empresa estabelece os seus objetivos e as formas de atingi-los e monitoriza a sua performance. Os modelos de CG citados na presente dissertação são o modelo Anglo-Saxónico, modelo Dualista e modelo Latino baseados no sistema anglo-saxónico e sistema continental.

O presente estudo analisa quais os modelos de CG aplicados às empresas portuguesas cotadas no índice PSI 20 e identifica quais os fatores que contribuem para um melhor desempenho das mesmas.

De forma a testar empiricamente o modelo de atuação do Rendibilidade dos Capitais Próprios em Portugal, foram analisados os Relatórios e Contas e Relatórios do Governo de Sociedades referentes ao ano 2015, tendo como objetivo estudar a influência das variáveis Capitalização Bolsista, Remuneração do Conselho de Administração e o Crescimento médio das empresas incluídas no estudo.

Palavras-chave: *Corporate Governance*, Desempenho, Rendibilidade dos Capitais Próprios, Conselho de Administração, Portugal, PSI 20.

Classificação JEL: G34, G39

ABSTRACT

Corporate Governance (CG) is defined as the system by which business corporations are directed and controlled, it provides the structure with which the company sets its goals and paths to reach them and monitor their performance. The CG models cited in this thesis are the Anglo-Saxon model, the Dualist model and the Latin model, based on the Anglo-Saxon system and the continental system.

This study analyzes which CG models are applied to the companies listed in the Portuguese PSI 20 index and identifies the factors that contribute to a better performance of these companies.

In order to empirically test the Return on Equity operational model in Portugal, Annual Reports and Corporate Governance Reports for the year 2015 were analyzed, gather information related to variables such as the Market Capitalisation, the Board of Directors Remuneration and the Average growth of the companies included in the study.

Keywords: Corporate Governance, Performance, Return on Equity, Board of Directors, Portugal, PSI 20.

JEL Classification: G34, G39

AGRADECIMENTOS

No culminar de mais uma etapa importante da minha vida académica quero agradecer a todas as pessoas extraordinárias que me deram força, ânimo e coragem e que não me fizeram desistir, neste percurso muitas vezes quase impossível de percorrer.

Quero agradecer a toda a minha família, em especial aos meus pais, Isabel e Júlio, aos meus tios Ângela Teixeira e José Rebouta, pelo incentivo, pelo empenho, pelo carinho que foram demonstrando mesmo estando longe, aos meus irmãos Teresa e Pedro pela paciência demonstrada nos dias mais difíceis.

Ao André Queijo pela força de encorajamento transmitida nesta etapa.

Ao Professor Álvaro Rosa pela total disponibilidade e orientação, que pela sua marca contribuiu para a minha formação enquanto pessoa.

A todos os meus amigos pela amizade e apoio durante estes últimos anos e aos meus colegas do Mestrado de Gestão do ISCTE-IUL.

A todos o meu MUITO OBRIGADO.

ÍNDICE

RESUMO	iii
ABSTRACT	iv
AGRADECIMENTOS	v
LISTA DE FIGURAS	viii
LISTA DE GRÁFICOS E QUADROS	ix
LISTA DE TABELAS	x
LISTA DE ABREVIATURAS	xi
CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO	1
1.1.Enquadramento	1
1.2.Âmbito, objetivos e investigação	2
1.3.Metodologia	3
1.4.Estrutura da Investigação	4
CAPÍTULO 2 – REVISÃO DE LITERATURA	5
2.1. Corporate Governance	5
2.2. Sistemas de Corporate Governance	7
2.2.1. Sistema Anglo-saxónico	7
2.2.2. Sistema Continental	8
2.3. Modelos de Corporate Governance	9
2.3.1. Modelo Anglo-Saxónico	9
2.3.2. Modelo Dualista	10
2.3.3. Modelo Latino	11
2.4. Governo de Sociedade em Portugal	12
2.4.1. Contexto Jurídico	12
2.4.1.1. Recomendações da CMVM sobre o Governo de Sociedades Cotadas	14
2.4.1.2. Regulamento nº7/2001 da CMVM	15
2.4.2. Modelos de Governo das Sociedades em Portugal	15
2.5. Resumo da Revisão de Literatura	17
CAPÍTULO 3 – METODOLOGIA	18
3.1. Introdução	18
3.2. Pesquisa	18
3.3. Amostra	20
3.4. Processo de Recolha de Dados	22

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS	28
4.1. Conselho de Administração	28
4.2. Caracterização da Amostra	30
4.3. Resultados	36
4.3.1. Análise do Modelo Teórico	36
4.3.2. Estatísticas descritivas	37
4.3.3. Estatística de colinearidade	37
4.3.4. Normalidade dos resíduos	38
4.3.5. Matriz de Correlações	39
CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO	44
5.1. Limitações da Pesquisa	44
5.2. Conclusões	44
CAPÍTULO 6 - BIBLIOGRAFIA	46
CAPÍTULO 7 - ANEXOS	49

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura do Sistema Anglo-saxónico	8
Figura 2 - Estrutura do Sistema Continental	9
Figura 3 - Estrutura do Modelo Anglo-saxónico	10
Figura 4 - Estrutura do Modelo Dualista	11
Figura 5 - Estrutura do Modelo Latino	12
Figura 6 – Modelo final de regressão	42

LISTA DE GRÁFICOS E QUADROS

Gráfico 1 – Distribuição do número de empresas do PSI 20 com sede em Portugal pelos diferentes modelos de CG	21
Gráfico 2 – Representação dos sectores económicos no PSI 20	22
Gráfico 3 – Normalidade de resíduos	38
Quadro 1 - Modelos de governação nas empresas portuguesas cotadas no PSI 20	30
Quadro 2 – Comissões existentes nas empresas cotadas no PSI 20	32
Quadro 3 – Direções constituintes da estrutura das empresas do PSI 20	34

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas do PSI 20 com sede em Portugal	20
Tabela 2 – Empresas do PSI 20 com sede fora de Portugal	20
Tabela 3 – Descrição das variáveis utilizadas no estudo	23
Tabela 4 – Objetivos para alcançar um processo de CG altamente eficaz	29
Tabela 5 – Estatísticas descritivas	37
Tabela 6 – Fatores de inflacionamento da variância	37
Tabela 7 – Resíduos da amostra	38
Tabela 8 - Matriz de Correlações das variáveis em estudo	39
Tabela 9 – Modelo de regressão	40
Tabela 10 - Coeficientes do modelo de regressão	40
Tabela 11 - Análise geral das hipóteses em estudo	43

LISTA DE ABREVIATURAS

CA – Conselho de Administração

CAPBOL – Capitalização Bolsista

CE – Comissão Executiva

CEO – *Chief Executive Officer*

CG – *Corporate Governance*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CRES - Crescimento

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVM – Código dos Valores Mobiliários

IPCG – Instituto Português do Corporate Governance

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

REM – Remuneração

ROC – Revisor Oficial de Contas

ROE – *Return on Equity*

VN – Volume de Negócios

CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento

Corporate Governance (CG) tem sido uma matéria bastante debatido ultimamente, como explica Martinho (2013:3): “Corporate Governance é um tema que tem vindo a estar cada vez mais em foco na medida em que o mercado e as instituições vão reconhecendo o impacto positivo que as boas práticas de Corporate Governance têm na estabilidade dos mercados financeiros e no crescimento económico.” De salientar, igualmente, que é um assunto que tem vindo a ganhar força na sequência de escândalos de diversas empresas, nomeadamente do Banco Espírito Santo e da venda da Portugal Telecom à Altice.

Ainda não foi descoberta a melhor maneira de assegurar uma boa fórmula para o CG, sendo que os estudos têm sido um pouco incompletos ou inadequados (Huse, 2007). Num estudo originalmente desenvolvido em 1999 e revisto em 2015, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) afirma que o CG funciona numa empresa como apoio à eficiência económica, crescimento sustentável e estabilidade financeira, facilitando o acesso ao capital destinado ao investimento e a garantir que os acionistas e outras partes interessadas, que contribuem para o sucesso da empresa, são tratados de igual forma.

Com a informação disponibilizada pelo organismo acima mencionado, observou-se que, durante a última década, as regras e práticas do governo das sociedades têm melhorado em muitos países e empresas. Existem vários fatores que influenciaram estes resultados, como por exemplo, a crescente complexidade da cadeia de investimento, a mudança do papel das bolsas de valores e o aparecimento de novos investidores, estratégias de investimentos e práticas comerciais. O sucesso estratégico deriva da responsabilidade do Conselho de Administração (CA) da própria empresa. (Amaral-Batista *et al.*, 2012)

O índice PSI 20 é a principal referência das quotas de mercado em Portugal. Este índice reflete a evolução dos preços das 20 emissões de ações sendo que estas empresas são as que apresentam um valor mais elevado no que respeita à capitalização bolsista e uma maior liquidez do universo das empresas admitidas à negociação na Euronext Lisbon. Para cada uma das empresas que compõem o índice PSI 20 foi determinado o grau de cumprimento das recomendações da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (Marques, 2013). Atualmente, o índice PSI 20 é composto unicamente por 17 empresas e são essas que irão ser estudadas.

1.2. Âmbito, objetivos e investigação

É do meu interesse, tendo em conta o que foi dito anteriormente, estudar as principais empresas portuguesas, mais especificamente as que compõem o PSI 20, observando as suas tendências futuras do enquadramento do CG com o objetivo de investigar e descobrir as melhores variáveis que afetam a *performance* de uma empresa cotada.

É pertinente tentar perceber como é que a Direção de uma empresa consegue assegurar decisões de implementação estratégica com vista a criar valor a longo prazo, sendo que a existência de um consenso sobre a importância de um Conselho de Administração no acompanhamento eficaz de uma estratégia de implementação é igualmente relevante (Schmidt & Brauer, 2006). A prática de publicar classificações de CG começou entre os anos de 2000 e 2002 quando se desenvolveu uma alta preocupação nas práticas fraudulentas. (Larcker & Tayan, 2007)

A matéria a tratar nesta pesquisa assenta em dois pontos fundamentais: O CG e a *Performance*. O presente estudo tem como objetivo analisar as variáveis que influenciam a performance das principais empresas portuguesas, especialmente as que estão presentes no índice PSI 20, tendo como ponto de partida o CG.

Posto isto, a pesquisa foca-se nos seguintes pontos-chave:

- 1- Saber que modelos de CG adotam as empresas presentes na Bolsa portuguesa;
- 2- Estudar as estruturas das empresas bem como os seus mecanismos internos (comissões, modelos, direções);
- 3- Avaliação do desempenho das empresas em função da sua estrutura e da qualidade do sistema de CG e dos fatores apresentados mais à frente.

As variáveis escolhidas para estudar a sua influência na *performance* nas empresas do PSI 20 são:

- Remuneração do CA;
- Crescimento da empresa;
- Capitalização Bolsista;
- *Return on Equity* (ROE)

A análise irá seguir uma trajetória mais particular por se tratar de um lote restrito de empresas. Portanto, os objetivos definidos para a investigação são:

- Descobrir as principais diferenças da estrutura das empresas;
- Descobrir através dos fatores escolhidos, quais são os que têm influência no desempenho e na qualidade do sistema de CG das empresas portuguesas;
- Avaliar o contributo da Remuneração, Crescimento e Capitalização Bolsista na rentabilidade dos capitais próprios (ROE).

1.3. Metodologia

Conforme referido, o objetivo primordial desta dissertação é estudar o sistema de governação e o desempenho das empresas portuguesas sendo o objeto em análise, as empresas portuguesas cotadas no índice PSI 20, tendo como referência a informação financeira do ano de 2015.

O Código das Sociedades Comerciais (CSC) e o Código dos Valores Mobiliários (CVM) contém um conjunto de recomendações relativas ao regime de regras de conduta que devem ser tomadas em consideração durante o exercício de direção e controlo das empresas cotadas em Portugal (Marques, 2013). A obrigatoriedade de divulgação relativa ao governo de sociedades, principalmente pela CMVM, pode ajudar na análise qualitativa e quantitativa do CG em Portugal.

A principal fonte de informação desta pesquisa serão os Relatórios e Contas das empresas acima mencionadas, *sites* institucionais e demais documentos pertinentes para o caso onde se irá extrair toda a informação de suporte ao desenvolvimento do estudo.

1.4. Estrutura da Investigação

Esta pesquisa apresenta 5 capítulos:

O primeiro capítulo apresenta um enquadramento do CG, a nível internacional e nacional incorporando o PSI 20, o âmbito, objetivos delineados para a pesquisa e os fatores de investigação. A apresentação de um resumo da metodologia conclui o respetivo capítulo.

O capítulo dois aborda, a revisão de literatura referente ao tema em estudo, apresentando principalmente os modelos de CG aplicáveis em Portugal, bem como as principais pesquisas empíricas até à data.

O capítulo três descreve o método que foi utilizado para a elaboração do estudo empírico descrevendo detalhadamente o processo de pesquisa, a caracterização da amostra, bem como o enquadramento dos fatores de análise mencionados.

O capítulo quatro apresenta um enquadramento do CA, levantamento de informação mais aprofundada dos modelos, estruturas e direções que constituem as maiores empresas portuguesas. Este capítulo termina com a análise dos resultados extraídos através do SPSS.

O capítulo cinco apresentará as principais conclusões da dissertação e as possíveis contribuições e limitações da pesquisa com o intuito de perceber se os objetivos da dissertação demarcados inicialmente foram alcançados, contribuindo para uma reflexão sobre o CG.

CAPÍTULO 2 – REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Corporate Governance

A definição mais completa e aceita de CG é dada pela OCDE. Este organismo esclareceu, em 1999, que consiste num “Sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura do *Corporate Governance* especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa – o conselho de administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes – e dita as regras e os procedimentos para a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e as formas de atingi-los e monitorizar a sua performance.”¹

Por outro lado, a expressão “governo de sociedades” é utilizada para descrever o conjunto de estruturas de autoridade e fiscalização, internos e externos, de determinada empresa (Silva *et al.*, 2006). Este autor afirma que o objetivo é assegurar que a sociedade estabeleça e concretize atividades e relações contratuais coesas para os fins que foi criada, eficaz e eficientemente, tendo todos os mecanismos que contribuam para a determinação e vontade de uma empresa, conseguindo assegurar as responsabilidades sociais a que estão implícitas.

De um modo geral e de um modo mais particular, CG e CA, respetivamente, têm atraído muito interesse académico e empresarial por três razões. Em primeiro lugar, devido à sua exposição após os escândalos financeiros envolvendo grandes empresas (Pettigrew, 1992; John & Serbet, 1998; Schmidt & Brauer, 2006); em segundo lugar, devido ao crescimento acelerado da globalização e à diversidade de operações por meio de capitais alheios. O governo de sociedades está a ser muito procurado de modo a obter acesso a capital permitindo, assim, assegurar o sucesso a longo prazo de uma empresa (Huse 2007); e em último lugar, a partir da existência de diferentes mecanismos de governação, com diferenças entre Estados Unidos da América e Reino Unido (com participações mais dispersas) e Japão e Alemanha (mais centrados nos acionistas e bancos, passando por economias emergentes) sendo por isso um tema que tem ganho especial importância. (Jonh & Serbet, 1998)

¹ A informação descrita está disponível em www.oecd.org

The Cadbury Report (1992:14) refere que:

“Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place.”

Na perspectiva de Huse (2007), CG pode ser definido como um conjunto de recursos e relações, incluindo a produção e governação de vários aspetos de uma empresa bem como a forma como a mesma é direcionada e controlada, sendo o seu propósito primordial a criação de valor sustentável a longo prazo. CG é visto como um resultado das interações entre atores internos e externos que promovem os seus diferentes pensamentos e os membros do CA. Nesta perspectiva não haverá, *à priori*, suposições sobre aqueles para quem o valor é criado.

Na opinião de Tricker (2012), o século XX presenciou um enorme crescimento no pensamento de gestão, pois as teorias da organização adquiriram um novo significado uma vez que o CA não constituía parte do organograma das empresas.

Após os desastres e escândalos da Enron (setor energético) e do Worldcom (setor das telecomunicações) que todas as economias introduziram códigos de CG ou promulgaram novas leis nas empresas. Estes escândalos nos Estados Unidos da América tiveram como consequência a lei Sarbanes-Oxley (SOX). Esta lei tem por base o aconselhamento dos procedimentos de CG para empresas cotadas, nacionais ou estrangeiras. Estes procedimentos centram-se na verificação da adequação da informação relativa a resultados e divulgação de relato financeiro, atribuindo responsabilidade ao Chief Executive Officer (CEO) e ao CFO Chief Financial Officer (CFO) e tem como objetivo final reestabelecer o nível de confiança nas informações geradas pelas empresas. (Almeida, 2014)

Em Novembro de 2002, a Comissão Europeia também reagiu aos escândalos americanos e publicou o relatório *Winter II* intitulado “Um quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades”. Este relatório teve um elevado nível de aceitação devido às questões que abordou no âmbito de direito das sociedades, nomeadamente, “revitalização das assembleias gerais, transparência de atuação dos investidores institucionais, responsabilidade e remuneração dos administradores, papel dos administradores

independentes e das comissões do CA e qualidade da informação financeira” (Silva *et al.*, 2006:41)

2.2. Sistemas de Corporate Governance

A partir do século XXI foi visível uma ampla necessidade de aprofundamento e melhoramento dos mecanismos de CG, quer a nível anglo-saxónico quer a nível continental. (Silva *et al.* 2006) Existem diversos sistemas de CG porque as empresas operam em diferentes contextos de negócio e porque os mecanismos de tomada de decisão e fiscalização são diferentes de país para país.

Os dois principais sistemas de governo de sociedades são o sistema anglo-saxónico, que se baseia em características de países como os Estados Unidos da América e Reino Unido, e o continental que assenta em características da Europa Continental e Japão.

2.2.1. Sistema Anglo-saxónico

As grandes empresas anglo-saxónicas têm uma maior inclinação para a obtenção de financiamento através do mercado financeiro do que as empresas similares situadas na Alemanha ou no Japão, por exemplo. (Dore, 2000)

A razão para as empresas americanas optarem por este sistema pode ser explicado pelo facto de existir “um mercado eficiente de controlo das empresas”, como afirma Silva *et al.* (2006: 21). Este sistema especifica que o mercado desempenha um papel autorregulador sobre os gestores, visando o alinhamento de interesses entre estes e os acionistas, sendo o principal componente da remuneração uma parcela variável e em função da cotação da empresa. Um outro foco característico deste sistema é a auditoria externa e a alargada divulgação de informação para o mercado de capitais. As empresas situadas nos países abrangidos por este tipo de sistema caracterizam-se por ter um capital disperso, como citado, e por serem geridas por um lote restrito de administradores, os quais não têm que ser necessariamente detentores de qualquer ação da empresa. (Silva *et al.*, 2006)

Os mesmos autores indicam que o CA é integrado por dois tipos de administração: os administradores internos (*insiders*), que normalmente são aqueles que já fizeram carreira

na empresa, e os administradores externos (*outsiders*) que são aqueles que não têm qualquer ligação à empresa, mas têm que ser independentes dos outros.

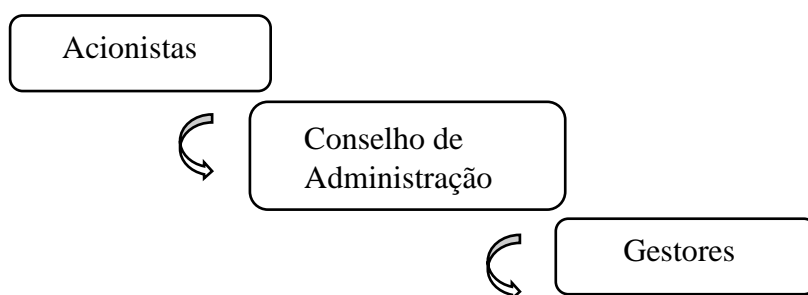


Figura 1- Estrutura do Sistema Anglo-Saxónico (Adaptado de Batista, 2009)

2.2.2. Sistema Continental

Em relação ao sistema continental, Barca e Becht (2001) indicam que uma das dimensões com maior poder num governo de uma empresa inserida na Europa Continental é o controlo empresarial por uma estrutura acionista concentrada. Sendo que a maioria das empresas continentais são controladas por grupos de acionistas e que utilizam mecanismos diferentes de restringir direitos de voto, o seu painel vai ser muito restrito (Charkham, 1994)

O direito de sociedades nos países europeus é tipicamente baseado em regras. Em França, por exemplo, é baseado na lei Napoleão em que o comportamento exigido nas empresas é determinado por regras juridicamente vinculativas. Nestes países, os mercados financeiros tendem a ser maiores mas menos líquidos e os bancos e empréstimos são altamente utilizados pelas empresas com os bancos a exercerem uma alta influência sobre os assuntos corporativos das mesmas. Sob regras da União Europeia, as empresas podem prever abordagens do sistema anglo-saxónico como do sistema continental. (Tricker, 2012)

Segundo Silva *et al.* (2006), as estruturas dos órgãos de administração podem prever várias formas: o modelo dualista e o modelo monista. O modelo dualista é caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa e pode ser visível em países como Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça; o modelo monista é caracterizado em função da existência de um único órgão de

administração em cada empresa, designado CA, sendo o modelo predominante em Portugal.

Os críticos do sistema continental de CG argumentam que os CA são frequentemente dominados por gestores de topo e que isso não permite o controlo de informação, avisos e conselhos que podem ser fornecidos por diretores executivos independentes; outros questionam a eficácia dos órgãos de fiscalização e a sua capacidade de controlar eficazmente os CA; e outros defendem que a representatividade do CA pode originar potenciais conflitos de interesse. (Tricker, 2012)

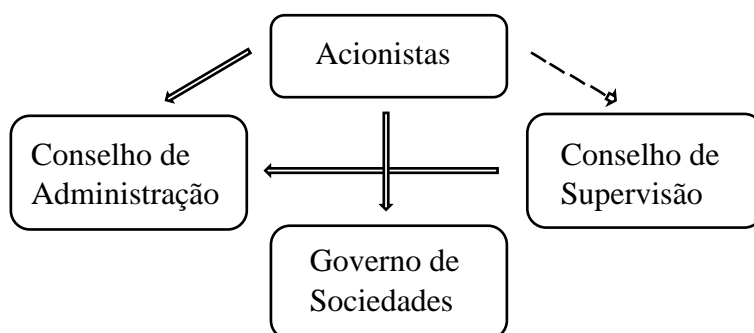


Figura 2- Estrutura do Sistema Continental (Adaptado de Batista, 2009)

2.3. Modelos de Corporate Governance

Os sistemas de CG estudados anteriormente possuem modelos bem definidos e com características específicas, entre eles, o modelo anglo-saxónico, o modelo dualista e o modelo latino. Estes modelos são definidos separadamente em seguida.

2.3.1. Modelo Anglo-Saxónico

De acordo com Crowther e Sefi (2011), o modelo anglo-saxónico é considerado o predominante nas empresas em todo o mundo.

Batista (2009) aponta que o modelo anglo-saxónico é composto por três órgãos, nomeadamente, a Assembleia Geral, o Fiscal Único e o CA. O CA tem como principal responsabilidade a gestão da empresa, a Comissão de Auditoria a fiscalização e o Revisor Oficial de Contas (ROC) a auditoria das contas da empresa.

A principal vantagem deste modelo, de acordo com Batista (2009), é a facilidade de obter informação para o órgão fiscalizador e que o principal elemento diferenciador deste modelo em relação ao modelo latino é que este inclui uma Comissão de Auditoria. Um ponto a salientar é que os membros da Comissão de Auditoria só são dispensados das suas funções se reunirem três condições: justa causa, resolução da Assembleia Geral e que essa resolução da Assembleia Geral seja aprovada em Tribunal. A criação destes mecanismos teve por base a proteção da “independência das pessoas que desempenham a função de controlo”, como refere Batista (2009:16), pois o seu principal propósito é que exista uma menor existência de custos de agência uma vez que existe independência entre o órgão fiscalizador e o órgão de gestão.

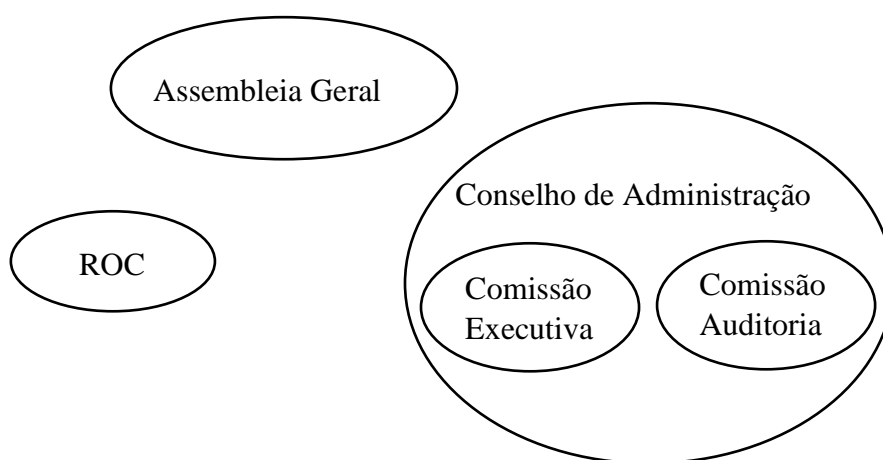


Figura 3 - Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico (Fonte: Adaptado de Batista, 2009)

2.3.2. Modelo Dualista

Na perspetiva de Batista (2009), o modelo dualista é constituído por quatro órgãos, a salientar, a Assembleia Geral, o Conselho Geral, a Comissão Executiva (em que os titulares são designados administradores) e o Revisor Oficial de Contas. O Conselho Geral é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral (como no modelo latino) que podem, ou não, ser acionistas. Por outro lado, a Comissão Executiva é composta por membros eleitos pelo Conselho Geral e pela Assembleia Geral.

De acordo com o autor, neste modelo existe uma grande separação entre a gestão e os detentores da empresa porque os membros da Comissão Executiva não são diretamente eleitos pela Assembleia Geral. Este último organismo está limitado em dois poderes:

alteração de estatutos e nomeação e destituição de membros do Conselho Geral e de Supervisão.

Na opinião de Silva *et al.* (2006), o modelo dualista visa criar uma estrutura intermédia entre a Assembleia Geral e os gestores executivos de modo a que estes desempenhem os papéis de fiscalização e controlo dos administradores executivos e acionistas.

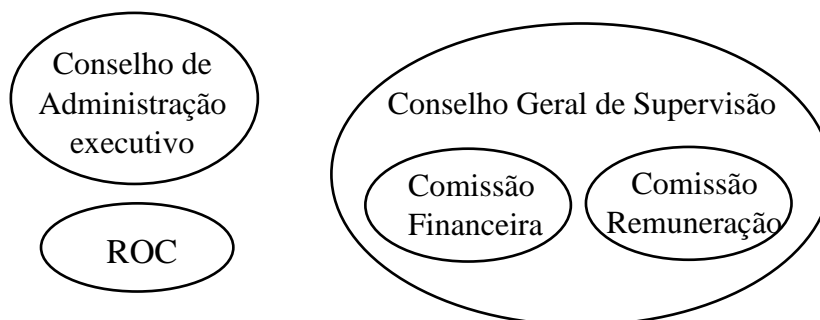


Figura 4- Estrutura do Modelo Dualista (Fonte: Adaptado de Batista, 2009)

2.3.3. Modelo Latino

Batista (2009) explica que o modelo latino é composto por três órgãos: a Assembleia Geral, o CA (constituído por membros executivos e não executivos) e o Conselho Fiscal ou Fiscal Único. O modelo latino reforçado, ou modelo monista, inclui um ROC.

De acordo com a informação apresentada pelo Instituto Português do Corporate Governance (IPCG) (2006), o modelo monista é um modelo reforçado do modelo latino. Este tem a particularidade de ser possível suprimir o conselho fiscal e se optar pela figura do fiscal único e esta escolha tem por base duas razões: a revisão das contas anuais ser unicamente praticada pelo conselho fiscal e, devido à conjuntura económica, torna-se mais dispendioso manter uma estrutura com um maior número de membros do que pela figura singular do fiscal único.

De acordo com Batista (2009), a característica mais importante deste modelo é o facto da monitorização e gestão serem unificadas num único órgão. Outro ponto a destacar é que a composição dos órgãos de controlo e gestão é feita em Assembleia Geral e que a mesma pode dispensar qualquer um dos membros do CA, não sendo, assim, um modelo aconselhável a sistemas dominados por acionistas fortes e controladores, pois pode conduzir a um custo de agência entre os acionistas.

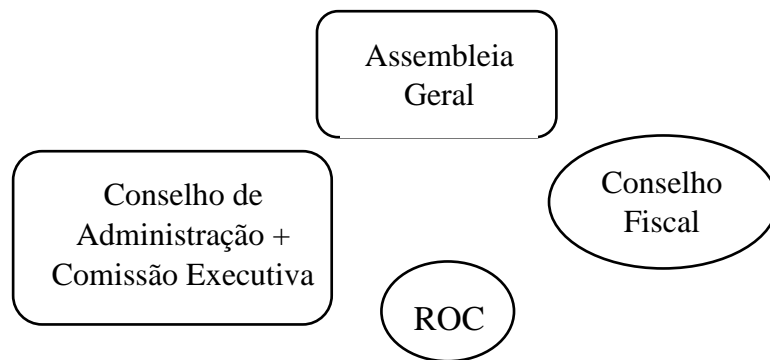


Figura 5- Estrutura do Modelo Latino (Fonte: Adaptado de Batista, 2009)

2.4. Governo de Sociedade em Portugal

2.4.1. Contexto Jurídico

As principais normas legais que regulam o governo das sociedades em Portugal estão previstas no CSC, aprovado pelo Decreto-Lei nº262/86, de 2 de Novembro, bem como CVM, aprovado pelo Decreto-Lei nº486/99, de 13 de Novembro. (Câmara, 2001)

No CSC consta toda a informação referente à direção e controlo das sociedades, não estando limitada apenas às sociedades cotadas mas também às descritas no artigo 1º, nº2 do referido código, as denominadas sociedades comerciais. Este artigo enuncia que “são sociedades comerciais aquelas que tenham por objecto a prática de actos de comércio e adoptem o tipo de sociedade em nome colectivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedades em comandita simples ou de sociedades em comandita por acções.”

Por outro lado, o CVM, conforme exposto por Câmara (2001:46), contém as “normas dedicadas às sociedades com o capital aberto ao investimento do público (...) que se caracterizam por terem as suas acções dispersas pelo público, nomeada, mas não exclusivamente, através da sua negociação em bolsa” e, estabelece, assim, consequências jurídicas para com as sociedades abertas. O CVM² delimita o conceito de sociedade “aberta” através de várias categorias de “sociedades com capital aberto ao investimento público” e de várias ocorrências que podem conduzir à perda dessa qualidade (Silva *et al.*, 2006:72).

² Ver artigo 13º e 27º do CVM

O CSC apresenta, concomitantemente, variados artigos de extrema importância para o estudo do caso.

O artigo 405º do CSC remete para a competência do CA. Como já referido, este órgão acumula funções de administração e de fiscalização e por isso é de sua competência a total gestão das atividades da sociedade tendo “exclusivos e plenos poderes de representação da sociedade”. Em sociedades com um capital inferior a 200.000€ existe somente um administrador.³

A delegação de poderes de gestão está prevista no artigo 407º, nº1 do CSC e no caso do disposto deste artigo ocorrer, o CA pode eleger vários administradores para se ocuparem de matérias específicas da administração. Ao existir esta delegação, o “Conselho de Administração ou os membros da Comissão Executiva devem designar um presidente da Comissão Executiva” que deve deliberar sobre os limites da mesma, nomeadamente, a composição e o funcionamento da CE.⁴

A responsabilidade civil dos administradores está enumerada no artigo 79º, nº1 do CSC em que estabelece que “os gerentes, administradores ou directores respondem (...) para com os sócios e terceiros pelos danos que directamente lhe causarem no exercício das suas funções.”

De acordo com a informação disponível na página da internet da CMVM, esta entidade portuguesa, sem qualquer autonomia administrativa e financeira, foi criada em 1991 e a sua principal missão é regular e supervisionar o mercado dos valores mobiliários bem como todas as atividades das empresas que atuem nesses mercados.

Complementando a informação legislativa descrita pelo CSC e CVM, as Recomendações sobre o governo das sociedades cotadas e o Regulamento nº7/2001 “constituem actualmente as peças centrais do quadro regulamentar e recomendatório nacional relativo ao governo de sociedades.” Estes diplomas surgiram através da necessidade de “definir regras relativas à estrutura e controlo das sociedades abertas ao investimento público, com a finalidade de otimizar o seu desempenho, acautelando os interesses de todas as pessoas e entidades envolvidas na sociedade societária.” (Silva *et al.*, 2006:77)

Apresenta-se, de seguida, um breve resumo dos dois diplomas.

³ Ver artigo 390º, nº2 do CSC

⁴ Ver artigo 407º, nº4 e 5 do CSC

2.4.1.1. Recomendações da CMVM sobre o Governo de Sociedades Cotadas

Em 1999 foram lançadas as primeiras Recomendações sobre as sociedades cotadas em Portugal, dirigidas às “sociedades emitentes de acções em mercado regulamentado e aos investidores institucionais”, conforme afirma Duarte (2007:70)

As Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas, elaboradas em 1999 pela Autoridade Portuguesa de Supervisão, cobrem os principais aspetos do governo societário. Este documento apresentava inicialmente 17 recomendações dirigidas especificamente às sociedades com ações negociadas em bolsa e é-lhes recomendado que as incluam no seu Relatório de Gestão (incluído no Relatório e Contas) bem como a sua aplicação.

A partir de 2001, as recomendações sofreram uma importante evolução, quer através do Regulamento da CMVM nº7/2001, quer através do artigo 19º do CVM, reformulando-se, assim, a estrutura das Recomendações. Estas estão atualmente divididas em 5 pontos: Capítulo I) Divulgação de Informação; Capítulo II) Exercício de Direito de Voto e Representação de Acionistas; Capítulo III) Investidores Institucionais; Capítulo IV) Regras Societárias; Capítulo V) Estrutura e Função do Órgão de Administração. Estas recomendações abrangem as regras com maior destaque e que são objeto de reflexão no que respeito ao governo de sociedades. (Câmara, 2002)

Na opinião de Silva *et al.*, (2006), o destaque vai para o exercício de direito de voto pois é daí que advém a forma de eliminar quaisquer restrições a este ato, tal como descrito na recomendação nº2 do capítulo II.

Por outro lado, as recomendações encontram-se maioritariamente reservadas para o órgão de administração (Silva *et al.*, 2006). O capítulo IV das Recomendações enuncia que o órgão de administração deve ter diversos membros, as remunerações dos membros que o constituem e a sua remuneração devem ir ao encontro dos interesses dos administradores e acionistas e que para que tudo resulte devem existir comissões de controlo a agir internamente, para que haja harmonização.

No que respeita ao disposto na recomendação nº3 do capítulo III, é importante evidenciar o sistema interno de controlo de riscos que, se for bom, contribui para uma boa qualidade de informação divulgada, garantindo “um governo societário transparente”.

2.4.1.2. Regulamento nº7/2001 da CMVM

“A disposição de maior alcance no Regulamento nº7/2001 reside sem dúvida na exigência (...) de as sociedades cotadas e sujeitas à lei pessoal portuguesa publicarem em capítulo ou anexo do relatório de gestão, um relatório sobre a estrutura e práticas do governo societário” (Silva *et al.*, 2006:79), tendo por base o modelo anexo ao Regulamento, ou seja, o pretendido é descobrir se as sociedades cotadas em Portugal cumprem, ou não (*comply or explain*), as recomendações produzidas pela CMVM. Se tal não acontecer devem justificar o incumprimento e para que isso se torne exequível, a CMVM, exigiu esta divulgação como sendo um procedimento obrigatório por parte das sociedades.

O modelo acima referido tem como objetivo a divulgação de informação detalhada por parte das sociedades, diretamente para o mercado, sobre as decisões que tomaram para terem conseguido contruir um bom governo.

O Regulamento nº7/2001 foi alterado pelo Regulamento nº11/2003, na temática das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e sujeitas à lei portuguesa e relativamente ao governo de sociedades e a deveres de informação. A sua versão originária foi criada em 1999 e era acompanhada de uma única recomendação acerca da divulgação do seu comprimento. Em 2003, “mantendo-se as linhas fundamentais do Regulamento nº7/2001 e em especial a filosofia “*comply or explain*” que o enforma, este voltou a ser atualizado, por forma a tornar mais completo o relatório anual sobre o governo das sociedades.”⁵

Das principais alterações da atualização do Regulamento destacam-se “os novos deveres de informação (honorários pagos aos auditores e divulgação de informação obrigatória através do sítio da Internet) e clarificação do conceito de “administrador independente”.” (Duarte, 2007:73)

2.4.2. Modelos de Governo das Sociedades em Portugal

Segundo Martinho (2013:8), “as sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o grau de acolhimento do Código de Governo das Sociedades - que consiste num conjunto de recomendações elaboradas pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

⁵ Esta informação pode ser consultada em www.cmvm.pt

(CMVM).” Em Portugal, a CMVM tem a responsabilidade de fiscalizar o conteúdo dos Relatórios de Governação.

A estrutura de governação de determinada sociedade pode ser adotada de acordo com o estipulado pelo CSC, nomeadamente o artigo 278º:

“Artigo 278.º - Estrutura da administração e da fiscalização

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

- a) Conselho de administração e conselho fiscal;
- b) Conselho de administração, compreendendo uma comissão de auditoria, e revisor oficial de contas;
- c) Conselho de administração executivo, conselho geral e de supervisão e revisor oficial de contas.”

2.5. Resumo da Revisão de Literatura

A revisão de literatura destacou, principalmente, o contínuo interesse no governo das sociedades ao longo dos anos dando algum destaque ao CA, que por sua vez irá obter mais relevo no avançar do estudo empírico.

O primeiro passo foi efetuar uma abordagem, de modo geral, ao conceito de CG, apresentando-se definições de diversos autores, concedendo mais relevo à referenciada pela OCDE (1999), referenciada pelo IPCG em 2002, segundo a qual o CG é o “sistema através do qual as organizações são dirigidas e controladas”, destacando-se alguns dos principais escândalos que aconteceram a grandes empresas.

Houve destaque, ainda, para os diferentes sistemas de governo das sociedades pois este é um ponto bastante importante na questão da internacionalização, por exemplo, de qualquer empresa. Estes sistemas de CG podem dividir-se em modelo continental, que atua, principalmente, em países situados na Europa mas também no Japão; e em modelo anglo-saxónico, em que os principais atuantes são empresas de países mais virados para um mercado de capitais, como é o caso dos Estados Unidos da América e o Reino Unido.

Por fim, outro ponto importante a destacar foi os modelos de CG que caracterizam as 18 maiores empresas cotadas em bolsa em Portugal e podem dividir-se em modelo dualista (que se caracteriza por ter o órgão de administração e supervisão separados), modelo latino (o órgão de monitorização e de gestão são apenas um) e modelo anglo-saxónico (caracteriza-se por ser idêntico ao modelo latino mas tem o acréscimo de uma comissão de auditoria).

De modo a contribuir para o desenvolvimento do tema num contexto mais geral direcionado para o CG e de um modo mais particular para o desempenho das 18 maiores empresas portuguesas cotadas em bolsa, nos próximos capítulos o objetivo passa por continuar a estudar o CA e CE e a respetiva *performance*, de forma a clarificar este último aspeto, em Portugal.

CAPÍTULO 3 – METODOLOGIA

3.1. Introdução

No capítulo 2 revimos os conceitos de governação das empresas, especialmente, os seus sistemas de governação, as principais especificidades dos modelos de governo de sociedades presentes nas empresas portuguesas bem como o contexto jurídico para o estudo da qualidade e da estrutura do CG.

Ao longo deste capítulo pretende-se encontrar qual a metodologia a adotar, especificar qual o objeto de pesquisa, caracterizar a amostra bem como o processo inerente à recolha dos dados da amostra no sentido da prossecução do objetivo principal desta dissertação que é o de analisar os fatores que influenciam a *performance* das empresas que estão presentes no índice PSI 20 à data de 31 de Dezembro de 2015.

Silva (2006:78) expõe que o objetivo central “é dizer os caminhos para todos os tipos de empresas, sociedades por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou sociedades civis”, com vista melhorar o seu desempenho e facilitar o acesso a capital.

3.2. Pesquisa

O método de investigação adotado para a presente dissertação baseia-se no “estudo de caso”. A escolha desta opção proporciona inúmeras vantagens quando o “objetivo do estudo é compreender, explorar ou descrever acontecimentos e contextos complexos.” (Almeida, 2014:42)

Na opinião de Miranda (2009:33), “uma investigação pode ser definida como sendo o melhor processo de chegar a soluções fiáveis para problemas através de recolhas planeadas, sistemáticas e respetiva interpretação de dados. Miranda (2009) também assevera que a investigação está intimamente relacionada com três questões: “O quê?”, “Como?” e “Porquê?”. Estas questões definem a natureza do objeto de investigação, do processo de conhecimento científico e a finalidade da atividade científica.

A metodologia desta dissertação principia-se com as questões de investigação apresentadas no primeiro capítulo, atendendo aos objetivos definidos até este capítulo:

- Quais os modelos de CG das empresas presentes na Bolsa portuguesa?

- Quais as estruturas e mecanismos que influenciam a qualidade dos sistemas de CG?
- Como é que é o desempenho do ROE nas empresas portuguesas?

É com estas questões, que se pretende analisar o sistema de governação, o desempenho das empresas portuguesas e a estruturas de CG das empresas cotadas em Bolsa. Posteriormente, definem-se, os fatores escolhidos (remuneração do CA, crescimento da empresa, capitalização bolsista da empresa e ROE) para cada uma das empresas em análise, com o objetivo final de responder às hipóteses em estudo.

Conforme referido anteriormente, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação são obrigadas, pela CMVM, a divulgar toda a informação relativa à governação da sociedade, nomeadamente, no que respeita à estrutura acionista dos órgãos sociais e comissões existentes, incluindo a composição dos órgãos de administração e fiscalização, bem como as remunerações de todos os órgãos. Toda a informação recolhida constitui, a partir deste momento, a vertente mais quantitativa desta dissertação.

Por fim, reitera-se que a principal fonte de informação deste estudo são os Relatórios e Contas referentes ao ano de 2015 das empresas cotadas no índice PSI 20, onde se irá extrair toda a informação detalhada, quer do acima exposto como também de todas as comissões de controlo de cada uma das empresas. A informação recolhida e adquirida complementar-se-á com pesquisas nos *sites* institucionais das respetivas empresas, bem como em artigos científicos, publicações e casos de estudo existentes em revistas da especialidade da área económica.

Mediante o já exposto, resta agora apresentar e explicar a população selecionada, tendo em conta as empresas deste estudo.

3.3. Amostra

Do objeto de análise fazem parte as empresas portuguesas presentes no índice PSI 20 tendo como referência 31 de Dezembro de 2015. Das 18 empresas, 17 têm sede em Portugal e uma tem sede em Espanha, a saber:

Empresas PSI 20 com sede em Portugal	
Altri SGPS	Jerónimo Martins
BPI	Mota-Engil
BANIF	NOS
BCP	PHAROL
CTT	Portucel
EDP	REN
EDP Renováveis	Semapa
Galp Energia	Sonae SGPS
Impresa	Teixeira Duarte

Tabela 1 – Empresas do PSI 20 com sede em Portugal (Fonte: Autoria própria)

Empresas PSI 20 com sede fora de Portugal
EDP Renováveis

Tabela 2 – Empresas do PSI 20 com sede fora de Portugal (Fonte: Autoria própria)

A 17 de Dezembro de 2015 foram suspensas, por parte da CMVM, as ações do BANIF. O Banco entra para a caracterização da amostra inicial, mas no decorrer do capítulo 4 a sua informação financeira não será tida em consideração.⁶

Com base na análise dos Relatórios de Governo de Sociedades das 17 empresas com sede em Portugal, incluídas no PSI 20, obtivemos os seguintes dados, em relação aos modelos de CG:

- Onze empresas utilizam o modelo latino;
- Cinco empresas utilizam o modelo anglo-saxónico;
- Uma empresa utiliza o modelo dualista.

Mais à frente irão ser detalhadas quais as empresas que se inserem em cada um dos modelos adotados em Portugal.

⁶ Fonte: Jornal de Negócios

Modelos de Governo em Portugal

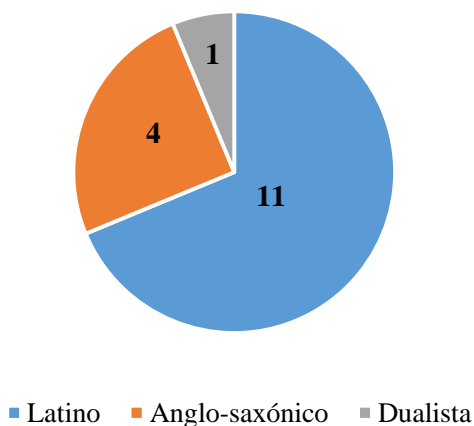


Gráfico 1- Distribuição do número de empresas do PSI 20 com sede em Portugal pelos diferentes modelos de CG

No gráfico 1 podemos observar e analisar as diversas empresas agrupadas por grupos económicos, bem como a percentagem que cada um representa no PSI 20.

Na amostra utilizada, excluiu-se a EDP Renováveis pois a sua sede fica em Madrid (Espanha) e por este facto esta empresa adota um modelo que não é aplicável em Portugal. Foi, também, possível constatar que cerca de 65% deste grupo de empresas aplica o modelo latino, como irá ser possível observar mais adiante.

Em relação à atividade económica das 18 empresas presentes no índice bolsista em estudo, é possível observar oito diferentes setores económicos. Deste conjunto, três empresas são instituições bancárias (BPI, BANIF e BCP), três pertencem ao sector da produção (Portucel, Semapa e Altri SGPS), duas pertencem ao sector da construção (Mota-Engil e Teixeira Duarte), quatro pertencem ao sector energético (EDP, EDP Renováveis, REN e GALP Energia), duas são do sector das telecomunicações (NOS e PHAROL), duas pertencem ao sector da distribuição (Jerónimo Martins e CTT) e apenas uma empresa pertence ao sector de comunicação social (Impresa). A restante empresa, a Sonae SGPS, patenteia negócios diversificados.

Os setores económicos mais representados são o da energia, com cerca de 22%, e o da produção e banca, ambos com cerca de 17%.

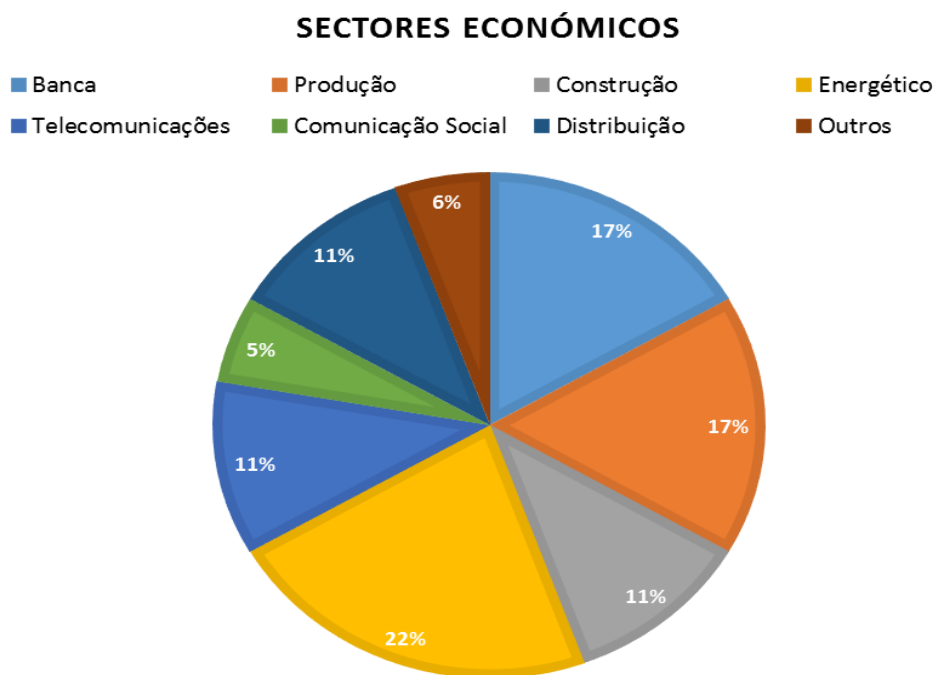


Gráfico 2 – Representação dos sectores económicos no PSI 20

3.4. Processo de Recolha de Dados

A recolha de dados é um procedimento que constitui “várias técnicas de recolha e tratamento de informação adequadas”, de modo a que a sua utilização seja aproveitada para os fins especificados inicialmente (Francisco, 2011:1).

Segundo Araújo *et al.* (2008:16), “numa investigação qualitativa, o processo de recolha de dados é extremamente demorado, pois o investigador depara-se com a necessidade de transcrever” toda a informação reunida, apoiando-se num *software* adequado.

A análise dos dados e das estruturas é feita com base na informação disponibilizada nos Relatórios e Contas das empresas pertencentes à Bolsa de Lisboa, mais concretamente ao PSI 20, cotadas no ano de 2015.

A expressão estatística do modelo que vamos utilizar para estudar os fatores que podem influenciar a *performance* nas empresas do PSI 20 é dada por:

$$\text{ROE} = a + \beta_1 \text{CAPBOL} + \beta_2 \text{REM} + \beta_3 \text{CRES} + \varepsilon$$

Neste estudo utilizou-se uma variável de desempenho: a Rendibilidade dos Capitais Próprios. Cunha (2005:78) refere que é importante a utilização deste tipo de variáveis

porque na maior parte das vezes “os valores de mercado das empresas cotadas não estarem disponíveis”.

A pesquisa desenvolveu-se, além da medida de desempenho referida, com o apoio de três variáveis independentes como se expõe na tabela seguinte:

Variável	Tipo	Descrição	Resumo
ROE	Variável Dependente	Rendibilidade do Capital Próprio (CP)	Mede a eficiência da remuneração em função do capital dos sócios
CAPBOL	Variável Independente	Capitalização Bolsista	Reflete o valor da empresa
REM	Variável Independente	Remuneração do CA	Remuneração dos membros do CA, em função do resultado
CRES	Variável Independente	Crescimento da empresa	Taxa de crescimento médio da empresa

Tabela 3- Descrição das variáveis utilizadas no estudo (Fonte: Autoria própria)

Em seguida, expor-se-á uma visão mais aprofundada das variáveis acima mencionadas.

- **ROE (*Return on Equity*) – Rendibilidade dos Capitais Próprios**

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \quad (3.4.1)$$

Este indicador mede a *performance* e a eficiência da remuneração em função do capital dos sócios e é obtido através do quociente entre Resultado Líquido e Capital Próprio.

Foi calculado o ROE para cada empresa para o período de 2015, disponível no Anexo 1.

Segundo Batista (2009:30), “este indicador traduz o lucro que a empresa gerou com o capital dos acionistas” e isto pode significar que, à partida, as empresas que apresentam um ROE mais elevado têm maior riqueza. Batista (2009) refere, conjuntamente, que este indicador difere para o Modelo Anglo-saxónico e Modelo Latino, uma vez que o primeiro permite por parte dos gestores um maior poder no investimento em projetos a curto-prazo, pois tendem a agir conforme os seus interesses; enquanto no segundo modelo, os acionistas investem mais a longo-prazo porque nestas ocasiões detêm maior controlo e monitorização sobre a empresa conseguindo uma maior rentabilidade.

Em suma, Silveira (2004:87) comprova que “quanto maior o desempenho da empresa melhor a governança corporativa esperada da empresa” refletindo-se nos resultados obtidos pela mesma.

- **CAPBOL – Capitalização Bolsista da Empresa**

Correia (2014), no seu estudo, refere que “as demonstrações financeiras de uma empresa devem proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade que seja útil” a múltiplas partes interessadas em decisões de carácter financeiro, de acordo com a definição exposta no Sistema de Normalização Contabilístico.

A capitalização bolsista pode ser definida como a forma representativa do valor de uma empresa através da informação financeira que transmite para o mercado, ou seja, este valor está relacionado com a cotação em bolsa da empresa. (Sardinha, 2014).

É com base no acima disposto que a variável capitalização bolsista vai ser estudada, de modo a ser descoberto a valorização do mercado faz das empresas. É através das informações prestadas pelas empresas que conseguimos descobrir a sua história e o que transparecem para o mercado.

Foi encontrado e disponibilizado, através da informação do Relatório e Contas e do *site* institucional do Económico, a capitalização bolsista para cada empresa para o período findo de 2015, disponível, em pormenor, no Anexo 2.

Este indicador é representado pela seguinte expressão:

$$\text{Capitalização Bolsista} = n^{\circ} \text{ ações} * \text{valor de fecho} \quad (3.4.2)$$

Em que:

Nº de ações – número de ações do ano da empresa

Valor de fecho – valor de fecho da cotação da ação

H1: A rendibilidade dos capitais próprios é influenciada pela capitalização bolsista

- **REM – Remuneração do Conselho de Administração**

Este indicador mede a remuneração dos membros do órgão de administração, de acordo com os resultados obtidos pelas empresas. A informação das remunerações anuais auferidas pelos membros do CA encontra-se disponível no anexo 3.

Silveira (2002) enuncia que o estabelecimento de políticas de remuneração de todos os órgãos é tarefa essencial do CA. Berle e Means (1932), citado por Silveira (2002) também abordam a questão e num estudo publicado por eles, aludem que o diretor executivo pode controlar o CA de maneira a conseguir para si o maior número de remunerações, sendo que a melhor maneira de evitar que isso aconteça, e que já está a ser adotado, segundo o mesmo autor, é a constituição de uma comissão de remunerações composta apenas por membros independentes.

As empresas em que a implementação de um bom sistema de CG é mais baixa “tendem a pagar mais pelos diretores executivos”, ou seja, a remuneração dos diretores executivos aumenta quando o número de membros, o número de membros com mais de 69 anos e o número de membros executivos externos, aumenta. (Silveira, 2002:61)

Yermack (1996) citado por Silveira (2002) encontrou outra conclusão no seu estudo, em que afirma que o desempenho da sociedade se relaciona com as remunerações, ou seja, nas empresas que apresentam CA menores, esta analogia é mais forte, uma vez que, as empresas mais pequenas incentivam os diretores na procura de uma melhor *performance*, com o propósito de obterem uma maior remuneração pessoal.

Cunha (2005:37) refere que, de acordo com a Recomendação nº8 da CMVM de 2003, “a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada por forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade e deve ser objecto de divulgação anual em termos individuais”. Esta informação é complementada com a Recomendação nº9 da CMVM de 2003 que diz que a aplicação de uma comissão de remunerações só faz sentido se incluir apenas “pessoas independentes” de modo a evitar conflitos de interesses em relação à administração.

Quando os interesses entre os administradores e sociedade estão alinhados através do sistema de remunerações, uma divulgação interna das mesmas permite identificar os incentivos existentes que premeiam o empenho os membros do órgão de administração aquando da prossecução dos objetivos comuns, resultando num bom governo de sociedades. (Cunha, 2005)

Concluindo, e seguindo as recomendações dadas pela CMVM, “uma parte das remunerações dos membros do órgão de administração (...) deve depender dos resultados da sociedade” de forma a ser possível conciliar os interesses dos membros do órgão de administração e acionistas com o objetivo de “maximizar o desempenho empresarial”. (Cunha, 2005:82)

H2: A rentabilidade dos capitais próprios é influenciada pela remuneração do CA

- **CRES – Crescimento da Empresa**

Esta variável mede a taxa de crescimento média de cada empresa no período de 2014 e 2015. A expressão utilizada para demonstrar o crescimento do Volume de Negócios (VN) é a seguinte:

$$\text{Taxa de Crescimento} = \frac{VN(i)_t - VN(i)_{t-1}}{VN(i)_{t-1}} \quad (3.4.3)$$

Em que:

$VN(i)_t$ – Volume de Negócios da empresa i no período t

$VN(i)_{t-1}$ – Volume de Negócios da empresa i no período $t-1$

No final foi calculada a taxa de crescimento média para cada uma das empresas, como é possível consultar no Anexo 4.

As conclusões a retirar do estudo desta variável, conforme o seu crescimento seja maior ou menor, pode estar relacionado com a escolha do modelo de CG por cada uma das empresas representantes no PSI 20, o que pode traduzir menores custos de agência entre gestores e acionistas e uma melhor gestão por parte do CA (Batista, 2009). Destefanis e Sena (2007), estudados por Sardinha (2014:33), também abordam esta questão e afirmam que os mecanismos de CG “são capazes de resolver problemas de agência existentes dentro de empresas devido à separação entre o direito de propriedade e controlo.”

A dimensão das empresas pode ser medida através do VN, o que é considerado um fator importante “pois é um dos pontos que mais interessa observar a todos os intervenientes diretos ou indiretos de uma empresa” (Sardinha, 2014:33 citando Brandão (2002)).

De acordo com Zeidan (2013), o crescimento das empresas a longo-prazo pode estar diretamente relacionado com o grau de satisfação dos consumidores, na medida em que quanto maior o grau de satisfação maior probabilidade do cliente voltar a consumir o produto; na parcela de mercado onde mostra a sua capacidade de atender aos consumidores; e no crescimento do sector onde a empresa está inserida.

A escolha desta variável é pertinente para o desenvolvimento da análise, pois como afirma Sardinha (2014), a empresa pode estar a ter ganhos e a ter uma maior dimensão e isso não se traduzir em ganhos significativos para os acionistas.

H3: A rendibilidade dos capitais próprios é influenciada pelo crescimento da empresa

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo centra-se na apresentação e análise dos resultados, tendo subjacente aos objetivos e as hipóteses de investigação formuladas anteriormente.

4.1. Conselho de Administração

Na perspetiva de Jensen (1993), o CA é o elo de ligação entre os acionistas e os gestores no sistema de governo de sociedades, a nível interno. Para além do CA, “existem outros mecanismos de para a redução de custos de agência, como o sistema de remuneração (...), a estrutura de propriedade e controlo, a presença de um mercado de aquisições hostis, o mercado competitivo do sector de actuação e o ambiente legal.” (Cunha e Martins, 2007:69). Na opinião de Silva (2006:93), “o Conselho de Administração é um órgão de natureza deliberativa.”

As empresas elaboram o “Código das Melhores Práticas de Governo das Sociedades”, com o propósito de contribuir para um melhor desempenho financeiro e uma melhor gestão, favorecendo todas as pessoas com interesses nas mesmas, operando, desta forma, como objeto de supervisão. É nesta ótica que Cunha e Martins (2007) salientam a importância dos códigos de governo das sociedades num CA em que:

- 1- Exista de um número de membros independentes;
- 2- O cargo de presidente de CA e o CEO deva ser ocupado por pessoas diferentes;
- 3- Exista de um número adequado de membros;
- 4- A remuneração de todos os membros seja publicitada.

De acordo como o artigo 390º, nº1 e nº2 do CSC, a legislação portuguesa não refere qual o número adequado para os membros da administração:

“Artigo 390º - Composição

- 1- O conselho de administração é composto pelo número de administradores fixado no contrato de sociedade.
- 2- O contrato de sociedade pode dispor que a sociedade tenha um só administrador, desde que o capital social não exceda (euro) 200000; aplicam-se ao administrador único as disposições relativas ao conselho de administração que não pressuponham pluralidade de administradores.”

Cunha e Martins (2007:73) através de Jensen (1993) declaram que os “conselhos de administração com maior número de membros podem ser menos eficazes do que conselhos mais pequenos.”

Cordeiro (2005:95) alude que “nas legislações europeias nascidas do liberalismo, a responsabilidade do administrador era concebida (...) de uma relação de mandato entre este e a sociedade.” A partir do século XX, os administradores eram tidos como “membros de um órgão de pessoa colectiva”. O artigo 79º do CSC dá destaque à responsabilidade dos administradores perante os sócios, estabelecendo que os gerentes ou administradores respondem perante os sócios e terceiros “pelos danos que directamente lhe causarem no exercício das suas funções.”

De modo a conseguir controlar o acima referido, Silva (2006:96) definiu um conjunto de requisitos recomendados aos membros do CA a saber:

- Ser íntegro;
- Ter disponibilidade de tempo;
- Estar em sintonia com os valores e objetivos da empresa;
- Ter entendimento sobre a leitura de relatórios de contabilidade e financeiros;
- Estar motivado;
- Não ter conflitos de interesses;
- Ter conhecimento sobre as melhores práticas de CG.

A tabela seguinte mostra os principais objetivos para alcançar um processo de CG altamente eficaz, na perspetiva de Silva (2006):

Objetivos	
Garantir uma excelente equipa Criar liderança Estender a comunicação com os acionistas	Criar metodologias específicas de avaliações Recompensar com base no desempenho Acompanhar e analisar a estratégia de longo prazo

Tabela 4 - Objetivos para alcançar um processo de CG altamente eficaz (Adaptado de Silva, 2006:100)

4.2. Caracterização da Amostra

Neste ponto do capítulo será feito um enquadramento da estrutura das empresas da amostra em estudo.

No relatório de Governo da Sociedade, parte integrante do Relatório e Contas, existe um parágrafo destinado à apresentação do organograma das sociedades relativos à distribuição e delegação de competências entre os vários órgãos sociais, comissões e/ou direções da sociedades.⁷

Foi feito um levantamento da informação disponibilizada acerca das modelos, estruturas, comissões e direções das empresas abrangidas na amostra deste estudo, com data a 10 de Julho de 2016. A informação foi tratada através do disposto no Relatórios de Governo das Sociedades referente ao ano de 2015 e, quando impossível, através da informação presente nos *sites* institucionais.

Foram realizados três quadros-resumo aglutinando a informação para uma maior perceção da mesma. O primeiro quadro retrata, conforme apresentado no capítulo dois da presente dissertação, a distribuição das empresas pelos vários modelos de CG; o segundo quadro exhibe quais as comissões integrantes das mesmas; e por último, o terceiro quadro, demonstra quais as direções que compõem toda a estrutura da amostra.

Quadro 1	
Empresas	Modelos
Altri SGPS	Latino
BPI	Latino
BANIF	Anglo-saxónico
BCP	Latino
CTT	Anglo-saxónico
EDP	Dualista
EDP Renováveis	Espanhol
Galp Energia	Latino
Impresa	Latino
Jerónimo Martins	Anglo-saxónico
Mota-Engil	Latino
NOS	Latino
PHAROL	Anglo-saxónico
Portucel	Latino
REN	Anglo-saxónico
Semapa	Latino
Sonae SGPS	Latino
Teixeira Duarte	Latino

⁷ Fonte: Relatório e Contas, Relatório de Governo da Sociedade

Quadro 1 – Modelos de Governação das empresas portuguesas cotadas no PSI 20. (Fonte: Autoria Própria)

De forma a servir de auxílio à análise do quadro 1, o modelo Anglo-Saxónico é composto pelo CA, comissão de auditoria e fiscal único; o modelo dualista é composto pelo conselho geral e de supervisão, CA e ROC e no modelo latino a estrutura da administração é constituída pelo CA e CE e a estrutura de fiscalização é composta pelo Conselho Fiscal e ROC, sendo este último um membro independente. No modelo monista (latino reforçado) a estrutura da administração é centralizada no CA a estrutura de fiscalização é centrada num Conselho Fiscal e num ROC dependente do Conselho Fiscal, denominado, assim, Fiscal Único, enquanto que no modelo latino a estrutura da administração é constituída pelo CA e CE e a estrutura de fiscalização é composta pelo Conselho Fiscal e ROC, como referido no capítulo 2 desta dissertação.⁸

Silva *et al.*, (2006:142) afirma que “ambas as modalidades são susceptíveis de originar um governo empresarial eficiente” e por isso é “possível assegurar mecanismos de fiscalização e de controlo das equipas (...) garantindo que a empresa é gerida de acordo com os seus objectivos e no interesse de todos os accionistas.”

No quadro 2, exhibe todas as comissões integrantes das diferentes empresas. Existe uma relação com o disposto no referido quadro e com a informação apresentada no quadro 1. Através de uma análise mais superficial, é possível observar que, segundo a informação disponível, em relação às comissões, os números a apresentar são os seguintes: Altri-6; BCP-13; BPI- 11; CTT- 7; EDP-12; EDP Renováveis- 7; Galp- 4; Impresa-5; Jerónimo Martins- 7; Mota-Engil- 11; NOS- 11; Pharol- 8; Portucel- 14; REN- 9; Semapa- 5; Sonae SGPS- 10 e Teixeira Duarte- 6.

No quadro 3, aborda as direcções e comités que cada empresa tem como suporte da sua estrutura e que melhor se adapta às suas necessidades corporativas e dimensão. Em relação às múltiplas direcções, os números a apresentar são os seguintes: Altri-4; BCP-18; BPI- 8; CTT- 19; EDP-22; EDP Renováveis- 5; Galp- 5; Impresa-13; Jerónimo Martins- 17; Mota-Engil- 11; NOS- 3; Pharol- 4; Portucel- 17; REN- 17; Semapa- 4 e Teixeira Duarte- 7. Em relação à Sonae SGPS não havia quaisquer dados disponíveis a apresentar.

⁸ Ver artigo 278º, nº3 do CSC

Quadro 2

Empresas	Comissões	
Altri SGPS	Conselho de Administração Assembleia Geral Conselho Fiscal	Revisor Oficial de Contas Comissão de Remunerações Secretário
BCP	Conselho de Administração Assembleia Geral Revisor Oficial de Contas Secretário Remunerações e Providência Governo Societário Provedor do Cliente	Conselho Estratégico Internacional Comissão de Auditoria Comissão Executiva Comissão de Nomeações e Remunerações Ética e Deontologia Avaliação de Riscos
BPI	Conselho de Administração Comissão Executiva Assembleia Geral Revisor Oficial de Contas Comissão de Remunerações Secretário	Conselho Fiscal Comissão de Auditoria e Controlo Interno Comissão de Riscos Financeiros Comissão de Governo de Sociedade Comissão de Nomeações, Avaliação e Remuneração
CTT	Conselho de Administração Assembleia Geral Comissão Executiva Comissão de Vencimentos	Comissão de Auditoria Revisor Oficial de Contas Comissão de Governo Societário
EDP	Conselho de Administração Assembleia Geral Mesa Assembleia Geral Secretário Conselho Geral e de Supervisão Conselho de Ambiente e Sustentabilidade	Comissão de Vencimentos Revisor Oficial de Contas Comissão para Matérias Financeiras Comissão de Auditoria Comissão de Governo Societário e de Sustentabilidade Comissão de Estratégia e Performance
EDP Renováveis	Conselho de Administração Assembleia Geral Comissão Executiva Auditor Externo	Comissão de Auditoria e Controlo Comissão de Nomeações e Remunerações Comissão Operações entre Partes Relacionadas
Galp	Conselho de Administração Comissão Executiva	Conselho Fiscal Comité de Gestão de Risco
Impresa	Assembleia Geral Revisor Oficial de Contas Comissão de Remunerações	Conselho de Administração CEO
Jerónimo Martins	Conselho de Administração Comissão de Auditoria Comissão de Controlo Interno Administrador-Delegado	Comissão de Ética Direção Executiva Comissão de Governo de Sociedade e de Responsabilidade Corporativa

Mota-Engil	Conselho de Administração Revisor Oficial de Contas Conselho Fiscal Comissão Executiva Comissão de Auditoria Secretário	Assembleia Geral Comissão de Vencimentos, Investimento e Risco Gabinete de Auditoria e Compliance Conselho Consultivo Estratégico Unidade de Engenharia
NOS	Conselho de Administração Revisor Oficial de Contas Conselho Fiscal Secretário Comissão de Vencimentos Comissão Executiva	Assembleia Geral Comissão de Nomeações e Avaliações Comité de Ética Comissão de Auditoria e Finanças Comissão de Governo Societário
Pharol	Conselho de Administração Comissão Executiva Conselho Fiscal Comissão de Acompanhamento	Assembleia Geral Comissão de Vencimentos Revisor Oficial de Contas Auditoria Externa
Portucel	Conselho de Administração Comissão Executiva Conselho Fiscal Assembleia Geral Revisor Oficial de Contas Mesa Assembleia Geral Secretário	Comissão de Fixação de Vencimentos Comissão de Ética Fórum de Sustentabilidade Conselho Ambiental Comissão de Controlo do Governo Societário Comissão de Acompanhamento do Fundo de Pensões Comissão de Análise e Acompanhamento de Riscos Patrimoniais
REN	Conselho de Administração Comissão Executiva Assembleia Geral Revisor Oficial de Contas Comissão de Governo Societário	Secretário Comissão de Vencimentos Comissão de Auditoria Comissão de Nomeações e Avaliações
Semapa	Conselho de Administração Comissão Executiva Assembleia Geral	Conselho Fiscal Revisor Oficial de Contas/Auditor Externo
Sonae SGPS	Conselho de Administração Comissão Executiva Assembleia Geral Conselho Fiscal Revisor Oficial de Contas	Comissão de Vencimentos Secretário Comissão de Auditoria e Finanças Comissão de Nomeações e Remunerações Comissão de Responsabilidade Docial, Ambiente e Ética
Teixeira Duarte	Conselho de Administração Revisor Oficial de Contas Secretário	Conselho Fiscal Mesa Assembleia Geral Representante para Relações de Mercado

Quadro 2 – Comissões existentes nas empresas cotadas no PSI 20. (Fonte: Autoria própria)

Quadro 3

Empresas	Direções	
Altri SGPS	Corporate Finance Planeamento e controlo de gestão	Legal Relação com Investidores
BCP	Assuntos Jurídicos Custos e Investimentos Recursos Humanos Empresas <i>Experience</i> Retailo Crédito Acompanhamento de fundo de pensões Compliance Negócio não core	Planeamento e alocação de capital e gestão de ativos e passivos Risco Acompanhamento do crédito em risco Acompanhamento do crédito em risco; Acompanhamento do risco dos fundos de pensões; Segurança Speedway Acompanhamento do risco operacional e do controlo interno
BPI	Ações Investimentos Marketing Investigação	Penhoras Risco Agências Aprovisionamento
CTT	Secretário da sociedade e secretaria geral Estratégia e Desenvolvimento Recursos humanos e Organização Marca e Comunicação E-commerce Internacional Auditoria e Qualidade Sistemas de Informação Gestão de Recursos Humanos Recursos Físicos e Segurança	Apoio a Clientes e Negócio Relações com Investidores Regulação e Concorrência Finanças e Risco Contabilidade e Tesouraria Planeamento e Controlo de Gestão Jurídico geral Jurídico-laboral Compras e Logística
EDP	Secretaria geral e assessoria jurídica Gabinete do presidente do CAE Gabinete do provedor de ética Planeamento Estratégico Análise de Negócios Gestão de Risco Regulação e Concorrência Sustentabilidade Gestão Financeira Consolidação, Reporte IFRS e Fiscalidade Planeamento e Controlo de Gestão	Auditoria Interna Relação com Investidores Direção de Desenvolvimento Organizacional Sistemas de Informação Recursos Humanos Coordenação para Relações Laborais Universidade EDP Coordenação global da Marca, Marketing e Comunicação Cliente e Marketing Relações Institucionais e de Stakeholders Unidade de Negócio de Gestão de Energia
EDP Renováveis	Financeiro Compras Auditoria Interna	Risco Global Relações com Investidores
Galp	Auditoria Interna Gestão de Risco Serviços jurídicos, <i>Compliance</i> e Secretária Societária	Sustentabilidade Ambiente, Qualidade e Segurança

Impresa	<p>Relações Institucionais Secretário da Sociedade Relações com Investidores Comercial Editorial Venda Conteúdos Assuntos Jurídicos e Sustentabilidade</p>	<p>Controlo de Gestão Comunicação Externa Desenvolvimento Negócio e Marketing Financeira e Compras Recursos Humanos Operações e Tecnologia</p>
Jerónimo Martins	<p>Acessria à Administração Ambiente e Segurança Alimentar Assuntos Jurídicos Auditoria Interna Recursos Humanos Marketing e Consumidor Operações Financeiras Segurança Segurança da Informação</p>	<p>Controlo Financeiro Estratégia e Expansão Internacional Fiscalidade Gestão de Risco Qualidade e Desenvolvimento da Marca Própria Comunicação e Responsabilidade Corporativas Relações com Investidores Sistemas de Informação</p>
Mota-Engil	<p>Assuntos Jurídicos Controlo de Negócios Finanças Corporativas Risco Corporativo Structural Financing Solutions Riscalidade Corporativa</p>	<p>Planeamento Estratégico Corporativo IT Corporativo Estratégia de Recursos Humanos e Sustentabilidade Relações com Investidores Relações Institucionais e Comunicação</p>
NOS	<p>Auditoria Interna e Gestão de Risco Administrativa e Financeira</p>	<p>Jurídica e de Regulação</p>
Pharol	<p>Administrativa e Financeira Secretaria Geral</p>	<p>Pharol Brasil Investor e Public Relations e Compliance</p>
Portucel	<p>Chefe de Gabinete Relações com Investidores Assessoria da Comissão Executiva Auditoria Interna Comunicação Financeira Planeamento e Controlo de Gestão Contabilidade e Fiscalidade Corporate Business Development</p>	<p>Empremédia Jurídico Gestão Talento Desenvolvimento Organizacional Pessoal e Organização Processos e Sistemas de Informação Inovação e Consultoria Interna Sustentabilidade Procurement</p>
REN	<p>Auditoria interna Contabilidade Compras Relações Internacionais Chief Technical Officer Estudos e Regulação Serviços Operacionais Agenda Europeia de Energia Gestão Financeira</p>	<p>Relações com o Investidor Desenvolvimento de Negócios Comunicação e Sustentabilidade Planeamento e Controlo de Gestão Recursos Humanos Sistemas de Informação Serviços Jurídicos Edifícios e Serviços Gerais</p>

Semapa	Jurídica Financeira	Contabilidade e Impostos Novos Negócios
Sonae SGPS	Não existia informação disponível à data	
Teixeira Duarte	Jurídica Recursos Humanos Secretaria Corporativa Auditoria Interna	Informática Finanças e Contabilidade Consolidação de Contas

Quadro 3 – Direções constituintes da estrutura das empresas do PSI 20. (Fonte: Autoria própria)

4.3. Resultados

Com a ajuda do programa de análise estatística SPSS (Statistical Product and Service Solutions) versão 22 foi realizada uma análise exploratória, denominada regressão linear múltipla por Ordinary Least Squares (OLS) que permite avaliar qual o contributo das variáveis independentes, separadamente, sobre a variável dependente do estudo (Faísca, 2010). Esta análise vai ser complementada com a aplicação de um modelo de regressão final com a relação entre todas as variáveis.

Neste ponto irão ser apresentados os resultados obtidos através da extração de dados, no sentido de averiguar quais as variáveis que apresentam maior correlação com o desempenho das empresas. A exposição passa por dividir, primeiramente, os dados obtidos pelas diferentes variáveis no ponto 3.4 da presente dissertação e, posteriormente, conseguir fazer a ligação com os objetivos da investigação.

4.3.1. Análise do Modelo Teórico

Objetivo: Avaliar o contributo da Remuneração, Crescimento e Capitalização Bolsista na rendibilidade dos capitais próprios (ROE).

Amostra: 17 empresas, tendo-se registado os dados referentes a 2015.

Variável Dependente: ROE.

Variáveis Independentes: Capitalização Bolsista, Crescimento, Remuneração.

4.3.2. Estatísticas descritivas

Através do SPSS, foi calculado o mínimo, máximo, média e desvio padrão para todas as variáveis independentes do estudo.

Relativamente aos valores das variáveis, a capitalização bolsista e a remuneração encontram-se em milhares de euros.

Variáveis Independentes	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
Capitalização Bolsista	17	78960000,00	1,21E+10	3035892012	3573650525
Remuneração	17	372951,00	10004408,00	2785045,529	2535844,155
Crescimento	17	-0,64	0,17	-0,0155	0,17758

Tabela 5 – Estatísticas Descritivas (Fonte: Autoria própria)

Na tabela 6 podemos destacar que a variável que apresenta maior desvio padrão é a capitalização bolsista com um valor de 3573650525 e que a variável crescimento apresenta um valor mínimo de -64% e máximo de 17%.

4.3.3. Estatística de colinearidade

Através dos fatores de inflacionamento da variância, apresentados na tabela 7 como VIF, é estimada a colinearidade das variáveis independentes do estudo. Os valores extraídos são relativamente baixos, situam-se pouco acima de 1, e por isso é possível afirmar que as variáveis independentes são moderadamente correlacionadas.

Variáveis Independentes	VIF
Capitalização Bolsista	1,182
Remuneração	1,155
Crescimento	1,037

Tabela 6 – Fatores de inflacionamento da variância (Fonte: Autoria própria)

4.3.4. Normalidade dos resíduos

Através do teste da estatística dos resíduos, podemos observar que a média dos mesmos é zero, existindo independência dos resíduos conforme observado na coluna da estatística Durbin-Watson, da tabela 8. A normalidade dos resíduos pode ser observada graficamente no gráfico 3.

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	N
Valor previsto	-1,9316	,4844	-,0621	,53135	17
Resíduo	-,60233	,46189	,00000	,31021	17
Valor Previsto Padrão	-3,518	1,029	,000	1,000	17
Resíduo Padronizado	-1,750	1,342	,000	,901	17

Tabela 7- Resíduos da amostra (Fonte: SPSS)

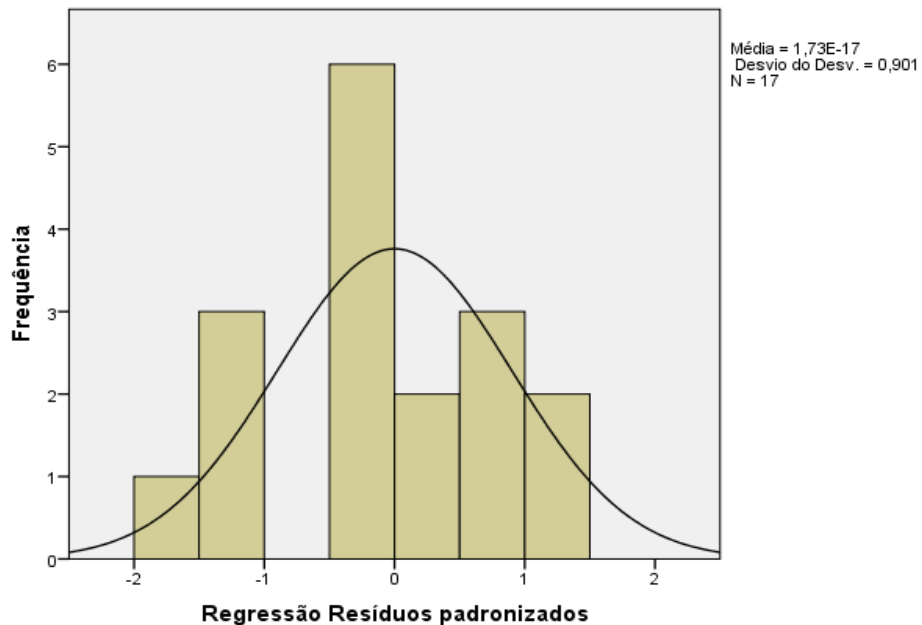


Gráfico 3 – Normalidade dos resíduos (Fonte: SPSS)

4.3.5. Matriz de Correlações

		Capitalização Bolsista	Crescimento	Remuneração	Return on Equity
Capitalização Bolsista	Correlação de Pearson	1	,184	,364	,230
	Sig. (2 extremidades)		,480	,151	,375
	N	17	17	17	17
Crescimento	Correlação de Pearson	,184	1	,107	,859**
	Sig. (2 extremidades)	,480		,682	,000
	N	17	17	17	17
Remuneração	Correlação de Pearson	,364	,107	1	,170
	Sig. (2 extremidades)	,151	,682		,514
	N	17	17	17	17
Return on Equity	Correlação de Pearson	,230	,859**	,170	1
	Sig. (2 extremidades)	,375	,000	,514	
	N	17	17	17	17

Tabela 8 – Matriz de Correlações das variáveis em estudo. (Fonte: SPSS)

O objetivo deste teste é conseguir expressar qual a correlação existente entre a variável dependente do estudo e as variáveis independentes e também a correlação existente entre as variáveis independentes. Os valores deste teste podem variar entre -1 e 1.

O output acima demonstra, conforme assinalado, que a variável que apresenta uma elevada correlação com o ROE é o crescimento da empresa, com um peso bastante significativo em relação às restantes (0,859). Do seguimento da matriz extraída é, também, pertinente destacar que existe uma forte correlação entre as variáveis capitalização bolsista e remuneração. Tal observação pode ser justificada pelo facto pela capitalização bolsista e remuneração não serem estatisticamente significativas no modelo. Por outro lado, é possível verificar uma baixa correlação entre remuneração e crescimento da empresa.

O valor distinguido na tabela 10 indica-nos que 74,6% da variação do ROE é explicada pela capitalização bolsista, crescimento da empresa e remuneração do CA.

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	,864 ^a	,746	,687	,34415	2,242

Tabela 9 – Modelo de regressão (Fonte: SPSS)

Através da análise da equação de regressão entre variáveis dependentes e independentes foi extraída e organizada a informação da seguinte forma:

Variáveis	Coefficientes	Erro Padrão	t	Significância
Constante	-0,85	0,135	-0,632	0,539
Capitalização Bolsista	9,14E-12	0,000	0,349	0,732
Remuneração	1,46E-08	0,000	0,401	0,695
Crescimento	2,919	0,493	5,916	0,000

Tabela 10 – Coeficientes do modelo de regressão (Fonte: Autoria própria)

Posto isto, a equação de regressão do estudo, que prevê a influência que as variáveis têm na rentabilidade dos capitais próprios. Os dados assinalados das três variáveis presentes na tabela 11 refletem quais os montantes de Beta a considerar nesta equação, obtendo-se a seguinte:

$$\text{ROE} = -0,085 + 0,00 \text{ CAPBOL} + 0,00 \text{ REM} + 2,919 \text{ CRES} + \varepsilon \quad (4.3.1)$$

Tendo por base a tabela supra mencionada, é importante destacar o seguinte:

- No que respeita à relação entre ROE e Capitalização Bolsista esta é positiva apesar de ter um valor com baixa expressão. Ou seja, quanto maior for a Capitalização Bolsista de uma empresa maior a probabilidade de um melhor desempenho do ROE;
- No que respeita à relação entre ROE e Remuneração esta é positiva, ou seja, um aumento na remuneração dos órgãos do CA aumenta a probabilidade de um melhor desempenho do ROE. Como no caso anterior, o seu valor também é pouco expressivo;

- No que respeita à relação entre ROE e Crescimento esta é positiva apresentando um coeficiente de 2,919 e por isso se pode concluir que quanto maior o crescimento de uma empresa maior o ROE da mesma.

Apesar das relações positivas, temos que averiguar se as variáveis podem ser consideradas como estatisticamente significativas. Para tal iremos focar-nos no valor de significância, igualmente observável na tabela 11.

A Capitalização Bolsista apresenta um valor de significância = 0,732 muito superior a $\text{sig} \leq 0,05$. A conclusão acima referida respeitante a esta variável, pode não ser estatisticamente ponderada uma vez que a variável nem está presente num intervalo de confiança de 90%. O mesmo acontece para a variável remuneração que apresenta um intervalo de confiança de $\text{sig} = 0,695$ e por isso também não se enquadra no intervalo de confiança acima mencionado.

A variável Crescimento por apresentar um valor de significância = 0,000 enquadra-se no intervalo de confiança de 95%, tendo uma conclusão estatisticamente significativa para este intervalo.

De forma a validar globalmente o modelo, foi realizado o teste da ANOVA disponível no anexo 5.

O teste acima explicita que o valor de estatística do teste é 12,714 e um nível de significância $\leq 0,05$ e por isso rejeita-se a hipótese nula do modelo. É, assim, rejeitada a hipótese de que os coeficientes de todas as variáveis independentes sejam simultaneamente zero e, concludentemente, as variáveis CAPBOL, REM e CRES ajudam a explicar o ROE, ou seja, o modelo em análise é válido.

Por fim, foi elaborado um modelo final de regressão para todas as variáveis, com os dados em detalhe no anexo 6, que explana as relações entre elas.

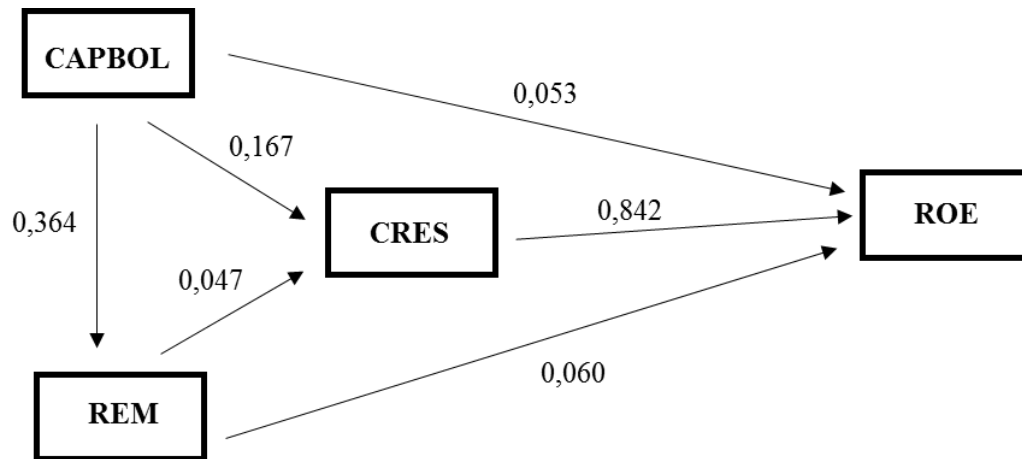


Figura 6 – Modelo final de regressão (Fonte: Autoria própria)

Da figura acima podemos constatar o seguinte:

- ✓ Crescimento influencia o ROE;
- ✓ Capitalização Bolsista e Remuneração não têm efeito direto;
- ✓ Capitalização Bolsista tem efeito direto no Crescimento.

Através do modelo de regressão final podemos perspetivar quais os principais resultados para as hipóteses elaborados no capítulo anterior. Estas permitem averiguar se as variáveis dependentes em análise têm influência na rentabilidade dos capitais próprios de cada uma das empresas integrantes do PSI 20.

A hipótese que se revelou como verdadeira para o ano de 2015 foi a **H3** e por isso, é a única que contém poder de explicação para o desempenho do ROE. As hipóteses 1 e 2, como expresso anteriormente possuem um nível de significância que não se enquadra sequer no intervalo de confiança de 90%, razão pela qual não são tratadas como verdadeiras.

Hipóteses	Ano	Estado	Significância
H1: ROE é influenciado pela capitalização bolsista	2015	Rejeitar	Não significativa
H2: ROE é influenciado pela remuneração	2015	Rejeitar	Não significativa
H3: ROE é influenciado pelo crescimento	2015	Não Rejeitar	Significante

Tabela 11- Análise geral das hipóteses em estudo (Fonte: Autoria própria)

Em suma, o modelo de estudo inicialmente identificado é considerado limitado porque usufrui apenas de uma variável significativa (Crescimento).

CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO

5.1. Limitações da Pesquisa

Os resultados extraídos deste estudo devem ter em conta algumas limitações que os afetam direta ou indiretamente.

Vivemos numa época em que existe uma maior disponibilização e controlo de informação mas verificou-se que a obtenção de alguns dados não foram tão fáceis de adquirir em relação a algumas empresas.

Outra das limitações foi o tamanho da amostra em estudo por conter apenas 17 empresas em análise. Isto traduz-se numa influência sobre os resultados obtidos, ou seja, podem não ser muito conclusivos. O número de variáveis, por ser reduzido, também pode ser um fator limitativo para o próprio estudo do desempenho do ROE nas empresas.

Por fim, um modelo com maior número de empresas combinado com um maior número de variáveis independentes poderia ter transformado a pesquisa com um maior poder explicativo.

5.2. Conclusões

Este estudo teve como objetivo analisar as variáveis que influenciam a performance, concretamente a Rendibilidade dos Capitais Próprios, das principais empresas portuguesas cotadas no PSI 20.

Como explicitado, existem três modelos de CG: Anglo-Saxónico, Dualista e Latino. Possuem diferentes características, que cada empresa adota conforme a sua identidade e contextos de negócio. Observou-se, igualmente, que o modelo com maior aplicação em Portugal é o modelo Anglo-Saxónico e o sector de negócio com maior percentagem de empresas é o energético.

A pesquisa teve como ponto de partida a importância do CG gozou de uma amostra inicial de 18 empresas, mas durante o último mês do ano de 2015, o Banif deixou de pertencer ao índice PSI 20, e amostra final contou com apenas 17 empresas válidas.

Para a análise destas empresas foram utilizadas três variáveis explicativas: Capitalização Bolsista, Remuneração do CA e Crescimento médio (este último calculado com dados de 2014 e 2015). Sucedeu-se um escrutínio de todas as informações relevantes para a

construção da base de dados das variáveis disponíveis nos Relatórios e Contas e Relatório e Governo de Sociedades para o período de 2015.

Após este processo foram elaboradas as hipóteses de investigação para cada variável tendo como apoio a revisão de literatura. Para a análise estatística desta investigação foi utilizado o modelo de regressão por OLS.

Este modelo estatístico serviu de alavancagem para a análise posterior dos resultados obtidos.

A principal conclusão a retirar da análise empírica é que todas as variáveis em estudo apresentam uma relação positiva com a Rendibilidade dos Capitais Próprios.

A correlação entre o Crescimento e o ROE foi bastante elevada (0,859) do que em relação a outras variáveis, por isso se pode afirmar que a única variável estatisticamente significativa para este modelo foi o crescimento médio das empresas, isto é, uma melhor rendibilidade dos capitais próprios pode ser explicado por um aumento no crescimento (volume de negócios).

Os testes realizados para definir o desempenho global constataram que este era significativo e válido, apesar dos resultados da amostra não serem muito fiáveis devido à reduzida dimensão da amostra.

Esta dissertação pretende ser um contributo importante para se tornar num espelho das principais empresas portuguesas e para futuras investigações nesta área em particular.

Existem diversos estudos e bastante informação disponibilizada sobre CG mas nenhum, de meu conhecimento, que tenha como destaque de estudo a rendibilidade dos capitais próprios associada a outras variáveis explicativas, em Portugal.

Este é um tema de grande interesse e preocupação a nível mundial e ganha cada vez mais força dentro das organizações.

Um dos aspetos a considerar para uma futura investigação seria uma análise extensiva de todas as empresas portuguesas e da atuação do seu modelo de CG e do ROE e quiçá, um estudo das maiores empresas a nível europeu, de forma a enquadrar o nível de aplicação de CG.

CAPÍTULO 6 - BIBLIOGRAFIA

Almeida, F. 2014. *Custos e benefícios da Lei Sarbanes-Oxley - O caso BPN*. Tese de Mestrado em Auditoria e Fiscalidade da Universidade Católica Portuguesa;

Amaral-Batista, M.; Melo, M.; Macedo-Soares, T. 2012 **Conselhos de administração e monitoração da implementação estratégica: um modelo conceptual (online)**, 55-75; http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0873-74442012000400004;

Araújo, C; Pinto, E; Lopes, J; Nogueira, N; Pinto, R 2008. *Estudo de caso*. Trabalho de Mestrado em Educação do Instituto de Educação e Psicologia da Universidade do Minho, Braga;

Barca, F.; Becht, M. 2001. *The control of Corporate Europe*. Oxford University press;

Batista, C. 2009. *As variáveis determinantes na escolha de um modelo de Corporate Governance em Portugal*. Tese de Mestrado em Finanças da Faculdade de Economia do Porto, Porto;

Cadbury, A. 1992. The financial aspects of Corporate Governance. *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*;

Câmara, P. 2001. O Governo das Sociedades em Portugal: uma introdução. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, II parte, 12, 45-55;

Câmara, P. 2002. Código dos Governo de Sociedades. *Caderno dos Valores Mobiliários*, 15, 65-90;

Charkman, J. 1994. *Keeping good company. A study of CG in five countries*. Oxford Clarendon Press;

CMVM. 1999. As 20 recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas. Consultado em www.cmvm.pt;

Código das Sociedades Comerciais. Acedido em <http://www.pgdlisboa.pt/>;

Cordeiro, C. 2005. *Algumas considerações críticas sobre a responsabilidade civil dos administradores perante os acionistas no ordenamento jurídico português*. O Direito 137º, I, 81-135;

Correia, S. 2014. *Qual o desempenho económico-financeiro da minha empresa?* Revista Portuguesa de Contabilidade;

Crowther, D.; Sefi, S. 2001. *Corporate Governance and Risk Management*. Acedido em <http://bookboon.com/en/corporate-governance-and-risk-management-ebook#download>;

Cunha, V. 2005. *O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas*. Tese de Mestrado em Contabilidade e Administração da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho, Braga.

Cunha, V; Martins, A. 2007. *O Conselho de Administração e o Desempenho das Sociedades*. Contabilidade e Gestão, nº4, 67-92. Consultado a 29/05/2016;

Dore, R. 2000. *Stock Market Capitalism: Welfar Capitalism*. Oxford University Press;

Duarte, T. 2007. *O Governo de Sociedades – Análise de desempenho das sociedades cotadas em bolsa respondentes ao 4º inquérito da CMVM sobre práticas relativas ao governo de sociedades*. Tese de Mestrado em Gestão da Universidade Técnica de Lisboa – Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa.

Faísca, L. 2010. *Modelar relações entre variáveis quantitativas*. Seminários de métodos e análise de dados. Doutoramento em Psicologia da Universidade do Algarve, Faro;

Francisco, M. 2011. *A recolha de dados: métodos e instrumentos de recolha de dados*. Acedido em <https://miemf.wordpress.com/act2/>. Consultado a 29/05/2016;

Huse, M. 2007. Boards, Governance and value creation: the human side of Corporate Governance. *Journal of management & governance*. 439-444;

Instituto Português do Corporate Governance 2002. *Defina-se Corporate Governance*. Acedido em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=16&Itemid=1. Consultado a 12/01/2016;

Instituto Português do Corporate Governance 2006. *As propostas da CMVM para a alteração dos modelos de governação das sociedades anónimas*. Acedido em http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=256, Consultado a 22/08/2016

Jensen, M.C. 1993. “*The Modern Industrial Revolution, Exit and the failure of Internal Control Systems*”, Harvard Business School, pp.1-64. Acedido em <https://fdp.hse.ru/data/084/482/1225/Sept%2016%20The%20Modern%20Industrial%20Revolution..ure%20of%20Internal%20Control%20Systems.pdf>. Consultado a 04/06/2016;

Jonh, K.; & Senbet, W. 1998. Corporate Governance and board effectiveness. *Jornal of Banking & Finance*.22,371-403;

Larcker, D.; Tayan, B. 2007. *Corporate Governance ratings: got the grade...What was the teste?*. Teaching case. Standford University;

Marques, M. 2013. The Corporate Governance of the PSI 20 companies: Evaluation of compliance with the recommendations of the CMVM. *Journal of management and sustainability*, 3 (4): 173;

Martinho, R. 2013. O desenvolvimento do Corporate Governance em Portugal. *Ordem dos Economistas*. Acedido em http://www.ordemeconomistas.pt/xportalv3/file/XEOCM_Documento/17882072/file/corpo. Consultado em: 29/05/2016;

Miranda, R. 2009. **3. Metodologia**. Acedido em http://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/5489/9/ulfc096328_3_metodologia.pdf. Consultado a 27/05/2016;

Pettigrew, A. 1992. On studying managerial elites. *Strategic Management Journal*. 13, 163-182;

Sardinha, A. 2014. **Os determinantes da adopção dos modelos de Corporate Governance nas empresas do mercado bolsista da Península Ibérica**. Tese de Mestrado em Contabilidade e Finanças do Instituto Politécnico de Bragança, Bragança;

Schmidt, S.; Brauer, M. 2006. Strategic Governance: how to assess board effectiveness in guiding strategy execution. *Corporate Governance*. 14, 13-22;

Silva, A.; Vitorino, A.; Alves, C.; Cunha, J.; Monteiro, M. 2006. **Livro branco sobre o Corporate Governance em Portugal**. Instituto Português do Corporate Governance;

Silva, E. 2006. **Governança Corporativa nas Empresas: guia prático de orientação para acionistas**. São Paulo: Editora Atlas;

Silveira, A.M. 2002. **Governança Corporativa, Desempenho das Empresas no Brasil**. Tese de Mestrado em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil;

Silveira, A.M. 2004. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas do Brasil**. Tese de Doutoramento em Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil;

Tricker, B. 2012. **Corporate Governance- Principles, policies and practises**. Oxford University press.

Zeidan, R. 2013. **3 Indicadores que apontam o crescimento da sua empresa**. *Revista Exame*. Acedido em <http://exame.abril.com.br/pme/noticias/3-indicadores-que-apontam-o-crescimento-da-sua-empresa>. Consultado a 13/06/2016;

CAPÍTULO 7 - ANEXOS

Anexo 1- Return on Equity (ROE)

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$$

31 de Dezembro de 2015

$$\text{ALTRI SGPS} \rightarrow ROE = \frac{117.656.401}{322.349.568} = 0,364996 \cong 36,5\%$$

$$\text{BCP} \rightarrow ROE = \frac{360.961}{5.680.571} = 0,063543083 \cong 6,4\%$$

$$\text{BPI} \rightarrow ROE = \frac{236.369}{2.835.499} = 0,083360635 \cong 8,3\%$$

$$\text{CTT} \rightarrow ROE = \frac{72.065.285}{251.834.754} = 0,28616099 \cong 28,6\%$$

$$\text{EDP} \rightarrow ROE = \frac{1.247.142}{12.121.493} = 0,10288683 \cong 10,3\%$$

$$\text{EDP Renováveis} \rightarrow ROE = \frac{245.491}{6.048.841} = 0,040584799 \cong 4,1\%$$

$$\text{Galp} \rightarrow ROE = \frac{154.218}{6.188.124} = 0,024921607 \cong 2,5\%$$

$$\text{Impresa} \rightarrow ROE = \frac{10.696.787}{133.663.573} = 0,08002769 \cong 8\%$$

$$\text{Jerónimo Martins} \rightarrow ROE = \frac{358.208}{1.593.219} = 0,224832869 \cong 22,5\%$$

$$\text{Mota-Engil} \rightarrow ROE = \frac{53.846}{693.067} = 0,077692344 \cong 7,8\%$$

$$\text{NOS} \rightarrow ROE = \frac{74.711}{1.060.129} = 0,070473498 \cong 7\%$$

$$\text{PHAROL} \rightarrow ROE = \frac{(693.892.303)}{299.332.586} = -2,318 \cong -232\%$$

$$\text{Portucel} \rightarrow ROE = \frac{196.404.220}{1.214.263.201} = 0,16174765 \cong 16,2\%$$

$$\text{REN} \rightarrow ROE = \frac{116.115}{1.161.289} = 0,09998803 \cong 10\%$$

$$\text{Semapa} \rightarrow ROE = \frac{130.786.499}{1.131.627.061} = 0,115573852 \cong 11,5\%$$

$$\text{Sonae SGPS} \rightarrow ROE = \frac{(36)}{58} = -0,620689655 \cong -62,1\%$$

$$\text{Teixeira Duarte} \rightarrow ROE = \frac{40.409}{467.927} = 0,086357487 \cong 8,6\%$$

Anexo 2- Capitalização Bolsista das Empresas

$$\text{Capitalização Bolsista} = n^{\circ} \text{ ações} * \text{valor de fecho}$$

Altri – 978.000.000,00 €

BCP – 2.887.000.000,00 €

BPI – 1.590.000.000,00 €

CTT – 1.327.500.000,00 €

EDP – 12.140.000.000,00 €

EDP Renováveis – 6.300.000.000,00 €

Galp – 8.900.000.000,00 €

Impresa – 78.960.000,00 €

Jerónimo Martins – 7.500.000.000,00 €

Mota Engil – 457.000.000,00 €

NOS – 3.700.000.000,00 €

Pharol – 243.000.000,00 €

Portucel – 2.763.000.000,00 €

REN – 1.486.000.000,00 €

Semapa – 1.036.898.142,10 €

Sonae SGPS – 90.806.059,00 €

Teixeira Duarte – 132.000.000,00 €

Anexo 3- Remuneração Anual dos órgãos do Conselho de Administração (moeda: Euros)

Altri – 1.390.200

BCP – 372.951,26

BPI – 3.239.622

CTT – 3.523.213,71

EDP – 10.004.408

EDP Renováveis – 689.441

Galp – 9.999.000

Impresa – 1.012.161

Jerónimo Martins – 1.741.999,08

Mota Engil – 5.309.230

NOS – 3.378.800

Pharol – 1.337.363

Portucel – 6.908.788

REN – 1.984.864

Semapa – 2.237.751,97

Sonae SGPS – 2.104.757

Teixeira Duarte – 1.512.223,80

Anexo 4- Crescimento médio das Empresas

$$\text{Taxa de Crescimento (g)} = \frac{\text{Volume Negócios}(i) t - \text{Volume Negócios}(i) t-1}{\text{Volume de Negócios (i)}t-1} * 100$$

$$\text{Altri} \frac{40.049.682 - 40.612.712}{40.612.712} * 100 = -1,4\%$$

$$\text{BCP} \frac{1.301.575 - 1.116.151}{1.116.151} * 100 = 16,6\%$$

$$\text{BPI} \frac{62.778 - 63.875}{63.875} * 100 = -1,7\%$$

$$\text{CTT} \frac{705.168.863 - 703.283.590}{703.283.590} * 100 = 0,27\%$$

$$\text{EDP} \frac{15.516.799 - 16.293.883}{16.293.883} * 100 = -0,048\%$$

$$\text{EDP Renováveis} \frac{1.372 - 1.171}{1.171} * 100 = 17,2\%$$

$$\text{Galp} \frac{15.516.501 - 18.020.994}{18.020.994} * 100 = -13,9\%$$

$$\text{Impresa} \frac{227.776.995 - 235.471.000}{235.471.000} * 100 = -3,3\%$$

$$\text{Jerónimo Martins} \frac{13.728 - 12.680}{12.680} * 100 = 8,3\%$$

$$\text{Mota-Engil} \frac{2.434 - 2.368}{2.368} * 100 = 2,8\%$$

$$\text{NOS} \frac{1.429.868 - 1.368.684}{1.368.684} * 100 = 4,5\%$$

$$\text{Pharol} = -0,64\%$$

$$\text{Portucel} \frac{1.628 - 1.542,3}{1.542,3} * 100 = 5,6\%$$

$$\text{REN} \frac{537.096-570.850}{570.850} * 100 = -5,9\%$$

$$\text{Semapa} \frac{2.132,3-1.998,2}{1.998,2} * 100 = 6,7\%$$

$$\text{Sonae SGPS} \frac{1.027-1.015}{1.015} * 100 = 1,2\%$$

$$\text{Teixeira Duarte} \frac{13.359-13.261}{13.261} = 0,7\%$$

Anexo 5- Teste ANOVA

ANOVA^a

Modelo		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1	Regressão	4,517	3	1,506	12,714	,000 ^b
	Resíduo	1,540	13	,118		
	Total	6,057	16			

Anexo 6- Outputs SPSS para elaboração do modelo de regressão final

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,248 ^a	,061	-,073	,63724

a. Preditores: (Constante), Remuneração, Capitalização Bolsista

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients não padronizados		Coefficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	-,231	,246		-,938	,364
	Capitalização Bolsista	3,333E-11	,000	,194	,696	,498
	Remuneração	2,415E-8	,000	,100	,358	,726

a. Variável Dependente: Return on Equity

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,864 ^a	,746	,687	,34415

a. Preditores: (Constante), Crescimento, Remuneração, Capitalização Bolsista

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients não padronizados		Coefficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	-,085	,135		-,632	,539
	Capitalização Bolsista	9,143E-12	,000	,053	,349	,732
	Remuneração	1,461E-8	,000	,060	,401	,695
	Crescimento	2,919	,493	,842	5,916	,000

a. Variável Dependente: Return on Equity

Resumo do modelo

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,364 ^a	,133	,075	3437496273,74 701

a. Preditores: (Constante), Remuneração

Coefficientes^a

Modelo		Coefficients não padronizados		Coefficients padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	1606821138,347	1259320819,82 6		1,276	,221
	Remuneração	513,123	338,891	,364	1,514	,151

a. Variável Dependente: Capitalização Bolsista