

INSTITUTO SUPERIOR DE CIÊNCIAS DO TRABALHO E DA EMPRESA

O GOVERNO DAS SOCIEDADES ANÓNIMAS EM CABO VERDE

ELISABETE FERNANDES SOARES

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

Orientador:

Professor Doutor José Paulo Esperança, ISCTE Business School,
Departamento de Finanças

Outubro 2009

“Para se alcançar um ideal é preciso ter ambição, e ter ambição é perder de vista o ideal”

C. Drummond de Andrade

À

Samara Elisabete

AGRADECIMENTOS

Este trabalho de cariz iminentemente individual não poderia ter sido concretizado sem o apoio de professores, alunos, amigos, colegas e familiares. Sou grata a todos aqueles que de uma forma ou de outra contribuíram para incentivar o meu esforço e a minha motivação.

Um agradecimento especial é endereçado ao Professor Doutor José Paulo Esperança pela imediata disponibilidade demonstrada em orientar esta dissertação e pelas sugestões oportunas e valiosas que permitiram a sua conclusão.

Uma palavra de apreço ao Eng. João Baptista pelo apoio inestimável facultado durante o tratamento dos dados.

Ao ISCEE/ISCTE pela oportunidade de frequentar o Mestrado, aos professores que o ministraram pelos ensinamentos transmitidos, e aos meus alunos por merecerem que continue na senda do conhecimento.

Um obrigado muito especial às empresas que responderam ao questionário sem as quais não teria sido possível obter dados que permitissem o desenvolvimento do trabalho.

À minha família - minha âncora - pelo incondicional apoio e paciência ao longo desta jornada.

A todos, o meu mais profundo agradecimento.

RESUMO

Um dos grandes desafios que as organizações enfrentam actualmente é o da definição e aplicação de práticas de governabilidade empresarial que permitam atingir uma boa reputação e um crescimento sustentável e onde as expectativas dos diversos *stakeholders* possam ser harmonizadas. Cabo Verde é uma pequena economia aberta que foi recentemente considerado como país de rendimento médio. A sua adesão à Organização Mundial do Comércio, o estabelecimento da parceria especial com a União Europeia, o processo de privatização das empresas estatais e o interesse que tem despertado a investidores externos, justificam a implementação de padrões de governabilidade empresariais internacionais, ainda que adequados às características do país.

Esta dissertação tem como objectivo caracterizar o governo das sociedades anónimas em Cabo Verde, contribuir para a compreensão e conhecimento do tema e servir de orientação para a melhoria do desempenho das empresas. Para o efeito colocámo-nos a seguinte questão: quais são as práticas de governo das sociedades anónimas em Cabo Verde? Para responder à nossa questão aplicámos um questionário a 77 empresas, o qual foi respondido por 35. As respostas obtidas permitem identificar as práticas de governo das sociedades anónimas em Cabo Verde durante o ano de 2008 e compará-las com as práticas europeias com base no relatório da Heidrick & Struggles (2007). Os resultados alcançados validam a nossa hipótese de partida de que sociedades anónimas em Cabo Verde ainda não utilizam as práticas normalmente aceites como *Best Practices* do Governo das Sociedades.

Apesar de haver um Código das Sociedades Comerciais que procura modernizar e adequar a gestão das empresas aos desafios da globalização, a estrutura empresarial existente, constituída na sua grande maioria por pequenas e médias empresas familiares, a pequena percentagem de sociedades anónimas, o facto de não haver uma entidade com a responsabilidade de avaliar a gestão das empresas e, conseqüentemente, não existirem incentivos que promovam a adopção de boas práticas de *Corporate Governance* podem justificar estes resultados.

Palavras-chave: Governo das Sociedades; Conselho de Administração; Protecção Legal; Divulgação da Informação.

Classificação J.E.L: G34, K40

ABSTRACT

One of the biggest challenges facing companies today is that of defining and applying corporate governance practices that allow them to reach a good reputation as well as sustainable growth, where stakeholders' expectations could be harmonized.

Cape Verde is a small open economy that has recently been considered a middle-income country. Its adherence to the World Trade Organization, the special partnership with the European Union, the privatization of state-owned companies and the aroused interest of external investors, justify the implementation of international corporate governance standards, yet adjusted to the characteristics of the country.

This work aims to characterize the corporate governance of joint-stock companies in Cape Verde, to contribute to the understanding and knowledge of the subject and function as a guideline for the improvement of companies' performance. For this purpose, we asked ourselves the following question: what are the corporate governance practices of stock-joint companies in Cape Verde? To answer this question, we have applied a questionnaire to 77 companies, which was answered by 35. The answers have allowed us to identify the practices of the corporate governance of the joint-stock companies in Cape Verde in 2008 and to compare them with the European ones, based on Heidrick & Struggles Report (2007). The outcome validates our starting hypothesis that stock-joint companies in Cape Verde still don't apply the practices usually accepted as Best Practices of corporate governance.

Although there is a Code of Commercial Companies directed at modernizing and adjusting companies' management to the challenges of globalization, the existing business framework, mostly constituted by small and medium-sized family companies; the small number of joint-stock companies and the fact that there is no entity responsible for assessing the management of companies and, subsequently, no incentives to promote the adoption of good practices of corporate governance, may justify our results.

Keywords: Corporate Governance; Board of Directors; Legal Protection; Disclosure

J.E.L Classification: G34, K40

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	III
RESUMO	IV
ABSTRACT	V
ÍNDICE DE QUADROS, FIGURAS E GRÁFICOS.....	IX
ABREVIATURAS	XI
1. INTRODUÇÃO	1
2. RELEVÂNCIA E JUSTIFICAÇÃO DO TEMA	5
3. O GOVERNO DAS SOCIEDADES	7
3.1. Instituições e actores do Governo das Sociedades	8
3.1.1. Os accionistas	10
3.1.2. O Conselho de Administração	12
3.1.3. Protecção Legal.....	19
3.1.4. Divulgação da Informação	22
3.2. Comparação dos sistemas de governo das sociedades	23
3.3. As boas práticas segundo a OCDE.....	26
3.4. Estrutura institucional do governo das sociedades anónimas em Cabo Verde	29
3.4.1. O Código das Sociedades Comerciais.....	31
3.4.1.1. O Conselho de Administração	33
3.4.1.2. Direito à votação	35
3.4.1.3. Remuneração	35
3.4.1.4. Comissões	35

3.4.1.5. Mandato	36
3.4.1.6. Órgão de Fiscalização	36
4. METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO	37
4.1. O Problema da investigação.....	37
4.2. Método do estudo	37
4.3. Universo do estudo	38
4.4. A amostra do estudo	38
4.5. A hipótese do estudo.....	39
4.5.1. Método de selecção da amostra	39
4.5.2. Unidade da observação.....	40
4.5.3. Análise dos dados	40
5. RESULTADOS DO ESTUDO.....	41
5.1. Análise Descritiva	43
5.1.1. Tamanho do Conselho e Volume de Negócios.....	43
5.1.2. Independência da Estrutura, Composição e Mandato do Conselho.....	45
5.1.3. Características dos Membros do Conselho de Administração: Idade, Habilitações e Sexo	47
5.1.4. Remuneração dos Órgãos de Administração.....	50
5.1.5. Avaliação do Conselho de Administração	52
5.1.6. Divulgação da Informação e Meios Utilizados	53
5.1.7. Comissões Especializadas	55
5.1.8. Estrutura do Capital e Perfil Accionista	55
5.2. Análise Multivariada	59

5.2.1. Variáveis tamanho do conselho e membros executivos.....	59
5.2.2. Variáveis tamanho do conselho e volume de negócios.....	59
5.2.3. Variáveis separação das funções Chairman/CEO e remuneração dos Órgãos de Administração	60
5.2.4. Variáveis tamanho do conselho, independência da estrutura e volume de negócios	61
5.3. Conformidade com as melhores práticas europeias	63
6. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES.....	65
6.1. Conclusões	65
6.2. Recomendações.....	70
BIBLIOGRAFIA	71
ANEXO I	77

ÍNDICE DE QUADROS, FIGURAS E GRÁFICOS

FIGURA 1. ARQUITECTURA DOS SISTEMAS DE GOVERNABILIDADE ORGANIZACIONAL	10
QUADRO 1 – PRINCÍPIOS DA OCDE SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	28
QUADRO 5.1. CLASSIFICAÇÃO DAS ACTIVIDADES ECONÓMICAS	42
GRÁFICO 5.1. ÁREAS DE ACTIVIDADES * VOLUME DE NEGÓCIOS	43
QUADRO 5.2. TAMANHO DO CONSELHO.....	43
QUADRO 5.3. VOLUME DE NEGÓCIOS.....	44
QUADRO 5.4. TAMANHO DO CONSELHO * VOLUME DE NEGÓCIOS.....	44
GRÁFICO 5.2. NÍVEL DE INDEPENDÊNCIA DA ESTRUTURA	45
QUADRO 5.5. COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	46
QUADRO 5.6. MANDATO DOS MEMBROS DO CONSELHO	46
GRÁFICO 5.3. IDADE DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	48
QUADRO 5.7. MESTRES NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO	48
QUADRO 5.8. LICENCIADOS NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO.....	48
QUADRO 5.9. – MULHERES NOS CONSELHOS.....	49
GRÁFICO 5.4. DIVERSIDADE DOS CONSELHOS	49
GRÁFICO 5.5. REPRESENTAÇÃO DAS MULHERES POR PAÍIS	50
QUADRO.5.10. REMUNERAÇÃO DOS ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO EM FUNÇÃO DOS RESULTADOS.....	52
QUADRO 5.11. REMUNERAÇÃO SUJEITA À APROVAÇÃO DOS ACCIONISTAS.....	52
QUADRO 5.12. AVALIAÇÃO ANUAL DOS MEMBROS DO CONSELHO	53
QUADRO 5.13. INFORMAÇÕES DISPONIBILIZADAS.....	54
QUADRO 5.14. MEIOS DE DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO	54
GRÁFICO 5.6. COMISSÕES EM EMPRESAS CABO-VERDIANAS E EUROPEIAS.....	55
GRÁFICO 5.7. ESTRUTURA DO CAPITAL	56
GRÁFICO 5.9. PERFIL DOS ACCIONISTAS	57
QUADRO 5.17. CARACTERÍSTICAS DA AMOSTRA, DAS EMPRESAS COTADAS E DAS EMPRESAS ESTATAIS	58
QUADRO 5.18. MATRIZ DE CORRELAÇÕES ENTRE TAMANHO E MEMBROS EXECUTIVOS..	59
QUADRO 5.19. MATRIZ DE CORRELAÇÕES ENTRE TAMANHO E VOLUME DE NEGÓCIOS.....	60

QUADRO 5.20. MATRIZ DE CORRELAÇÕES ENTRE SEPARAÇÃO DAS FUNÇÕES CHAIRMAN/CEO E A REMUNERAÇÃO DOS ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO	60
QUADRO 5.21. TAMANHO DO CONSELHO DAS EMPRESAS QUE SEPARAM E DAS QUE NÃO SEPARAM AS FUNÇÕES CHAIRMAN E CEO	61
QUADRO 5.22. TAMANHO DO CONSELHO EM DIVERSOS GRUPOS E VOLUME DE NEGÓCIOS	62
QUADRO 5.23. CONFORMIDADE COM AS PRÁTICAS EUROPEIAS	64

ABREVIATURAS

AFEP – *Association Française des Entreprises Privées*

CA – Conselho de Administração

CCIASB – Câmara do Comércio, Indústria, Agricultura e Serviços de Barlavento

CMVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários

CEO – *Chief Executive Officer*

CNPF – *Conseil National du Patronat Français*

CSC – Código das Sociedades Comerciais

CVE – Escudos cabo-verdianos

EUA – Estados Unidos da América

IMF – *International Monetary Fund*

INE – Instituto Nacional de Estatística

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico

OMC – Organização Mundial do Comércio

OPA – Oferta Pública de Aquisições

NACD – *National Association of Corporate Directors*

PNUD – Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento

SPSS – *Statistical Package for Social Science*

“As organizações são demasiadamente importantes para as economias dos países para que o seu governo fique sem escrutínio”

Nelson dos Santos António

1. INTRODUÇÃO

A crescente complexidade do ambiente empresarial adveniente da globalização, do desenvolvimento das tecnologias, da facilidade de aceder à informação, entre outros, se por um lado aumenta as oportunidades de negócio, por outro, pode aumentar consideravelmente os riscos que as empresas enfrentarão caso o seu modelo de governabilidade não seja caracterizado por uma adequada formulação, implementação e controlo das escolhas estratégicas dos gestores de topo.

Os recentes acontecimentos nos mercados financeiros dos Estados Unidos da América, que culminaram na actual crise económica que afecta, com maior ou menor gravidade, as economias a nível mundial, veio colocar ainda mais ênfase na reputação das empresas e nos órgãos de administração destas, chamando a atenção para a necessidade de uma melhor regulamentação, supervisão e coordenação como forma de as fazer prosperar e contribuir eficazmente para o crescimento económico dos países.

Independentemente dos modelos de governabilidade adoptados, a transparência, a objectividade, confiança, honestidade e prudência, são valores que devem ser partilhados na condução dos negócios. A confiança é um elemento base ao bom funcionamento dos mercados e das organizações. Permite o envolvimento em novos negócios, os quais produzem empregos e crescimento económico. Assim, é vital envolver as economias emergentes e em desenvolvimento na criação de um conjunto de altos padrões éticos onde são partilhados não apenas direitos mas também responsabilidades (OCDE, 2009).

Um dos grandes desafios que as organizações enfrentam actualmente é o da definição e aplicação de práticas de governabilidade empresarial que permitam atingir uma boa reputação e um crescimento sustentável e onde as expectativas dos diversos *'stakeholders'* possam ser harmonizadas.

Apesar da competição dos mercados poder ser uma força poderosa para se atingir a eficiência económica no mundo, não é certo que, por si só, consiga resolver o problema do governo das sociedades, pois não garante o retorno que os investidores precisam ver garantido: os mecanismos do governo das sociedades garantem esse retorno (Shleifer e Vishny, 1997).

A importância atribuída à estrutura e a efectividade dos sistemas de governo das sociedades tem inspirado uma crescente pesquisa empírica (Yermack, 1996). Os resultados das pesquisas

revelam que os gestores nem sempre procuram maximizar o valor das empresas (Jensen, 1993) e que as suas decisões parecem ser influenciadas pelos mecanismos adoptados, tais como: a remuneração dos executivos, o controlo organizacional e a monitorização pelo Conselho de Administração. Para além destes mecanismos internos, pesquisas recentes sugerem que a dimensão da protecção dos investidores é uma determinante importante do desenvolvimento dos mercados financeiros e que quando os direitos dos investidores estão mais bem protegidos pela lei, os investidores externos estão dispostos a pagar mais pelos activos financeiros ou pelo capital social das sociedades (La Porta et al., 1999).

Um bom governo das sociedades assegura mais eficiência na utilização dos recursos e na promoção do desenvolvimento, reforça a participação, a responsabilidade e a responsabilização, e tem o potencial de emancipar as pessoas da pobreza. Constitui um facto que qualquer esforço para reduzir a pobreza e manter o desenvolvimento deve basear-se na boa ‘Corporate Governance’ (Amako, 2003) citado por Leite (2008).

Ramos, 2008, pp.10, no seu estudo empírico sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas cabo-verdianas refere que a partir dos conhecimentos científicos existentes é possível entender melhor os fenómenos que poderão justificar a adopção de decisões mais elaboradas por parte dos gestores, bem como possibilitar às autoridades adequarem aspectos da política económica a essa realidade de modo a conseguir resultados mais eficazes.

Os desafios que Cabo Verde enfrenta para diminuir a pobreza e garantir a sua sustentabilidade económica, a importância que os diversos governos têm vindo a atribuir ao sector privado, ao investimento externo e à modernização do mercado financeiro, aliado ao facto de ser geralmente aceite que um bom Governo das Sociedades tem um impacto positivo no desempenho das organizações e nas decisões dos investidores, levam-no a considerar que os estudos empíricos sobre esta temática, são de grande interesse académico e empresarial para Cabo Verde.

Esta dissertação tem como objectivo caracterizar o governo das sociedades anónimas em Cabo Verde, contribuir para a compreensão e conhecimento do tema, bem como, servir de orientação para a melhoria do desempenho das Sociedades Anónimas em Cabo Verde, onde ainda não existe um Código de Governo das Sociedades.

Tem ainda como objectivos específicos:

- ✓ O diagnóstico das práticas de governo das sociedades anónimas em Cabo Verde e a respectiva fundamentação teórica baseada na revisão da literatura, com incidência nos aspectos relevantes para o caso de Cabo Verde;
- ✓ Despertar o interesse do meio académico e empresarial para a investigação e discussão do tema;
- ✓ Apresentar recomendações que poderão vir a ser adoptadas pelos gestores de topo no governo das sociedades.

A metodologia utilizada é fundamentada pela literatura e pelas práticas das empresas cabo-verdianas e visa apoiar as empresas na definição de padrões de governabilidade empresarial que melhor se adaptam às características históricas, políticas e culturais do país, encontrando assim, soluções que propiciem uma maior criação de valor para as empresas e o equilíbrio dos interesses dos diversos ‘Stakeholders’.

Os resultados obtidos através de análises quantitativas e qualitativas permitem caracterizar os Conselhos de Administração, o nível de concentração da propriedade e a divulgação de informação a accionistas e outras partes interessadas.

Para além deste capítulo introdutório, este trabalho está estruturado da seguinte maneira: no capítulo dois, apresentamos as razões da relevância do tema e a justificação do estudo num país com as características de Cabo Verde; no capítulo três procedemos à revisão bibliográfica que segue de perto o contributo de Rodrigues, 2008, iniciando o capítulo com os diversos conceitos de governo das sociedades procurando demonstrar a sua abrangência e as razões que impulsionaram a sua crescente importância a nível mundial para, seguidamente, introduzir a importância das instituições e dos actores do governo das sociedades, com particular enfoque nos accionistas; no conselho de administração, no qual analisamos a estrutura, o tamanho, a composição, a diversidade e a avaliação do conselho; na protecção legal e na divulgação da informação. No mesmo capítulo, procedemos a uma comparação sucinta dos sistemas de governo das sociedades no mundo, uma vez que, não sendo recomendável imitar um modelo, é cada vez mais relevante reflectir-se sobre que modelo adoptar e que parâmetros de comparabilidade utilizar, referindo-nos às boas práticas de governo das sociedades utilizando, para o efeito, os princípios da OCDE (2004). Descrevemos a estrutura institucional do governo das sociedades em Cabo Verde, referindo as características do país, o seu crescimento económico e desenvolvimento humano, procurando de forma sucinta demonstrar a evolução

que o país tem tido ao longo dos seus 34 anos de independência, desde um país de regime de partido único e uma economia fechada a um pequeno país de economia aberta, onde já existe uma Bolsa de Valores e um Código das Sociedades Comerciais (CSC) que regula todas as formas jurídicas de empresas existentes no país. A análise do CSC foi feita por forma a caracterizar o instrumento legal que regula as sociedades anónimas, objecto do nosso estudo.

O capítulo quatro trata da metodologia da investigação, no qual apresentamos o problema da investigação, o método, o universo, a amostra, a hipótese do estudo, o método de selecção da amostra, a unidade de observação e o processamento e análise dos dados. No capítulo cinco apresentamos os resultados do estudo, começando por enumerar os sectores de actividade das empresas estudadas para, seguidamente, apresentar a análise das estatísticas descritivas e multivariadas das variáveis que caracterizam o sistema de governabilidade das sociedades anónimas cabo-verdianas e, posteriormente, sintetizar num quadro a conformidade das práticas das empresas cabo-verdianas com as das empresas europeias, com base no relatório da empresa Heidrick & Struggles (2007). Concluimos o trabalho com o capítulo seis, dedicado às conclusões e recomendações do estudo.

2. RELEVÂNCIA E JUSTIFICAÇÃO DO TEMA

A relação entre governo das sociedades, a gestão e o desempenho das organizações é fundamental para os profissionais, os académicos e os governantes que definem as políticas em cada país. Importa, no entanto, referir que uma vez que os quadros de referência dos países são distintos, os padrões de governabilidade devem procurar adaptar-se continuamente às características históricas, políticas e culturais de cada país ao invés de adoptar as regras utilizadas em outros contextos.

Os estudos empíricos efectuados um pouco por todo o mundo têm vindo a demonstrar a importância do Governo das Sociedades no desempenho das organizações, ainda que, dado à sua complexidade e abrangência, tipo de variáveis estudadas, métodos e técnicas utilizados, características dos países onde foram efectuados, têm gerado um conjunto de resultados contraditórios. Os resultados até então atingidos revelam que existe ainda muito campo para investigação, mormente em Cabo Verde onde o tema é ainda praticamente novo.

O governo das sociedades foi durante muito tempo, ignorado como uma matéria de importância crucial para o desenvolvimento da economia das nações. Manteve-se praticamente invisível como política de desenvolvimento até à crise financeira da Ásia Oriental ocorrida em 1997-1998 e às crises que se lhe seguiram na Rússia e Brasil que chamaram a atenção para os problemas do ‘capitalismo do amiguismo’ (denominação original *Crony capitalism*), e da sua relação com um fraco governo das sociedades praticado por várias economias emergentes. Nos países em desenvolvimento, como é o caso de Cabo Verde, caracterizados pela preponderância de pequenas empresas cujas acções não estão inscritas em bolsa, por empresas familiares, empresas estatais ou ainda por empresas de capital estrangeiro cujas acções não são transaccionadas publicamente, têm constituído razão importante para a potencial importância do Governo das Sociedades ter sido ignorada por longo tempo. (Oman et al, 2003)

O tema tem sido considerado importante sobretudo para as sociedades de capital público fortemente disperso. A percepção de que o governo das sociedades possui pouca importância para países que não tenham muitas companhias cujas acções sejam largamente transaccionadas publicamente poderá ser considerada um erro, pois o governo das sociedades está no centro de um dos grandes desafios que virtualmente todos os países em desenvolvimento, em transacção ou emergentes enfrentam: como passar de instituições de

governo económico e político que tendem a ser fortemente baseadas no relacionamento para um governo económico e político efectivamente baseado em normas.

De acordo com Oman et al., 2003, o propósito do governo das sociedades é, em qualquer país:

- ✓ Facilitar e estimular o desempenho das organizações criando e mantendo incentivos que motivem os gestores a maximizar a eficiência da organização, o retorno dos investimentos e o crescimento da produtividade a longo prazo;
- ✓ Limitar o abuso do poder dos gestores sobre os recursos da organização e evitar que a actuação destes possa causar danos significativos aos recursos controlados pela organização;
- ✓ Fornecer os meios que permitam monitorar o comportamento dos gestores, assegurando as responsabilidades da organização, proporcionando a protecção dos interesses da sociedade e dos investidores face aos interesses daqueles.

O Governo das Sociedades, resumidamente, serve para determinar o que a sociedade considera serem os padrões aceitáveis do comportamento organizacional e como assegurar que esses mesmos padrões são cumpridos e, como tal, é importante para qualquer tipo de organização e para qualquer país.

O tema Governo das Sociedades é de uma enorme importância prática. Mesmo em economias de mercado avançado existe um grande desentendimento sobre se os mecanismos de Governo das Sociedades existentes são bons ou maus.

Compreender o Governo das Sociedades não só acende a discussão sobre os melhoramentos marginais que devem ser efectuados nas economias ricas, como pode também estimular grandes mudanças institucionais em países onde estas devam ser efectuadas. (Shleifer e Vishny, 1997).

Num contexto económico muito específico como é o caso de Cabo Verde, país sem recursos naturais, com uma base produtiva muito débil e fortemente dependente do exterior, a utilização das melhores práticas de governo de sociedades afigura-se-nos de extrema importância para a garantia de um crescimento económico sustentado.

A recente passagem a país de rendimento médio, a adesão à Organização Mundial do Comércio, o estabelecimento da parceria especial com a União Europeia, o processo de privatização das empresas estatais e o interesse que o país tem despertado a investidores

externos, justificam a sensibilização e a implementação de padrões de governabilidade empresariais internacionais, ainda que adequados às características do próprio país, como meio de garantir a eficiência na utilização dos recursos das organizações; a captação de capital a um custo mais baixo; a satisfação das expectativas da comunidade e o bom desempenho das empresas em geral e das sociedades anónimas em particular.

3. O GOVERNO DAS SOCIEDADES

O termo Governo das Sociedades ou Governabilidade Empresarial (Corporate Governance) começou por ser utilizado nos Estados Unidos da América e posteriormente, devido à sua aparente importância no desempenho das organizações, tem vindo a ser tema de vários debates, trabalhos académicos e documentos internacionais (Gilson,1996; Longstreth, 1991; Gilson e Kraakman, 1991;Williamson,1984) citados por Rodrigues (2008).

Ainda segundo Rodrigues (2008) citando Becht e al., 2002 e Claessens, 2003, as razões que contribuíram para o interesse crescente do tema são:

- ✓ Vaga mundial de privatizações nas duas últimas décadas do Séc. XX (1980-2000);
- ✓ Fundos de pensões de reforma e crescimento das poupanças privadas;
- ✓ Vaga de tomadas de controlo hostil nos anos de 1980;
- ✓ Desregulamentação e integração dos mercados de capitais;
- ✓ Crise do Leste Asiático (1997-1998) a qual projectou a governabilidade empresarial para os mercados emergentes;
- ✓ Série de escândalos nos EUA e na Europa que levaram à falência grandes empresas
- ✓ A comparação de governo das sociedades em vários países do mundo, especialmente entre os EUA, a Alemanha e o Japão (Shleifer e Vishny, 1997).

O conceito do “Governo das Sociedades” não está claramente definido porque, potencialmente, cobre um número alargado de fenómenos económicos. Segundo a OCDE (2004), o Governo das Sociedades é o relacionamento entre os Directores, os Administradores e os fornecedores dos recursos materiais, humanos e financeiros que poupam e investem com

o objectivo de obterem retorno. Definição semelhante é dada por Monks e Minow (1995). Adrian Cadbury por seu turno defende que o governo das sociedades mantem o equilíbrio entre os objectivos económicos e sociais e os objectivos individuais e da comunidade (Cadbury, 2000). Esta definição denota uma grande abrangência do papel do governo das sociedades e do seu objectivo em alinhar os interesses dos indivíduos, das organizações e da comunidade.

A nível dos Estados, o incentivo para o bom governo das sociedades é no sentido de fortalecer as suas economias e desencorajar a fraude e a gestão inadequada. Margaret Blair (1995) declara que o governo das sociedades diz respeito ao conjunto de mecanismos legais, culturais e institucionais que determina o que as organizações podem fazer, quem as controla, como é que esse controlo é exercido e como os riscos e o retorno das actividades desenvolvidas são alocados.

A questão central no governo das sociedades advém da separação da propriedade e da gestão, ou noutra terminologia, na separação entre propriedade e controlo – o denominado problema de agência - (Schleifer e Vishny, 1997), onde os interesses dos accionistas e dos gestores nem sempre são coincidentes. O problema da agência materializa-se na dúvida que os investidores, enquanto financiadores da empresa, possuem em garantir que os seus investimentos não são desperdiçados ou investidos em projectos pouco atractivos.

As numerosas definições existentes partilham explícita ou implicitamente, alguns elementos comuns: a existência de conflitos de interesse entre gestores e accionistas com ênfase naqueles que resultam da separação de propriedade e da gestão/controlo (Jensen e Meckling, 1976) e algum consenso quanto ao facto de que os problemas relativos ao Governo das Sociedades não podem ser resolvidos satisfatoriamente através de contratos completos devido à dificuldade em se prever todas as situações possíveis, à assimetria informacional e aos custos dos contratos existentes na relação entre quem fornece o capital e os gestores (Grossman e Hart 1986; Hart e Moore, 1990; Hart, 1995). E finalmente, pode-se inferir que se existem tais problemas no Governo das Sociedades, são necessários mecanismos para controlar tais conflitos.

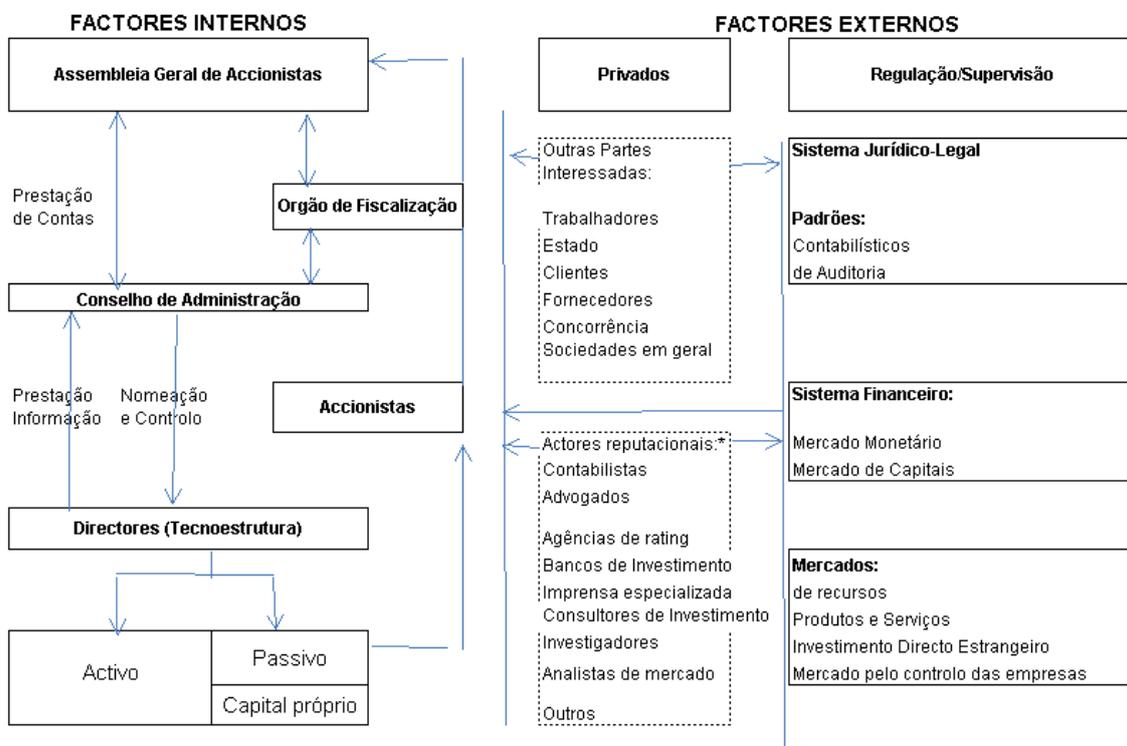
3.1. Instituições e actores do Governo das Sociedades

As instituições do governo das sociedades de um país compreendem as normas formais e informais, incluindo estas últimas as práticas de negócio e os padrões éticos normalmente

aceites, mesmo quando não estão escritos, os quais são estabelecidos entre o Estado e outras instituições públicas e os actores privados.

O Governo das Sociedades é alicerçado sobre várias instituições que interferem na determinação do que a empresa considera serem as normas aceitáveis de comportamento empresarial, as quais incluem, o direito societário, o direito mobiliário, as normas de contabilidade, as práticas e a ética dos negócios que vigoram num país (Oman et al., 2003). Considerando a governabilidade empresarial no seu sentido mais lato, esta pode ser vista como uma teia de relações, não apenas entre a empresa e os seus accionistas, mas também entre a empresa e uma pluralidade de outras partes interessadas. A figura abaixo enumera as diversas instituições e actores que alicerçam um sistema de governabilidade organizacional e a teia de relações que se estabelecem entre as partes interessadas. No nosso estudo focalizamo-nos nos accionistas, no conselho de administração, na protecção legal e na divulgação da informação.

FIGURA 1. ARQUITECTURA DOS SISTEMAS DE GOVERNABILIDADE ORGANIZACIONAL



*Contribuem para a redução da assimetria da informação e para o controlo das organizações, pretendendo evitar comportamentos oportunistas.
Fonte: Rodrigues (2008)

3.1.1. Os accionistas

O modo como os accionistas orientam, controlam e legitimam os gestores não é um detalhe na vida das sociedades anónimas. É um dos elementos que determina a sua eficácia, a sua estratégia e a sua razão de ser (Gomez, 2001). É, pois, relevante conhecer a estrutura do capital de uma sociedade e como se comportam os seus accionistas.

O capital de uma empresa pode estar completamente disperso por pequenos accionistas, distribuído por um conjunto de accionistas de referência ou concentrado num accionista maioritário.

Estando o capital disperso, o grande problema de agência coloca-se a nível dos agentes (gestores) e dos principais (accionistas), pois estes para além de deterem uma pequena parcela do capital na sociedade que não lhes garante uma posição de controlo¹, possuem, muitas

¹ Nível de propriedade do capital que permite ao accionista exercer controlo sobre a gestão da sociedade. Quando o accionista detém 10 ou 20% do capital tem incentivos para recolher informação e monitorar a gestão (Shleifer e Vishny, 1997).

vezes, um nível de informação demasiadamente fraco para poderem exercer os direitos que efectivamente têm, permitindo assim que os gestores detenham um nível de controlo e poder discricionário superior ao que teriam se os accionistas exercessem efectivamente os seus direitos.

Acresce ainda o facto de os accionistas minoritários, por norma, não se preocupam em exercer o seu direito de participação no governo das sociedades, embora tenham interesse num tratamento equitativo por parte dos accionistas dominantes e por parte dos gestores (OCDE, 2004).

Quando o capital está concentrado num accionista maioritário, ou num grupo de accionistas dominantes, como acontece na maioria dos países, o principal conflito de agência é entre esses accionistas dominantes ou maioritários e os accionistas minoritários (Shleifer e Vishny, 1997). Este problema é mais notório em países com um nível de protecção legal mais fraco (La Porta et al., 2002).

O mais importante direito dos accionistas é o de poder votar em assuntos importantes do governo da sociedade, nomeadamente, fusões e aquisições e eleição do conselho de administração. Em muitos países, no entanto, o exercício desse direito torna-se impraticável para os pequenos accionistas devido ao facto de não poderem votar por correspondência – só é possível votar estando presente nas reuniões – o que inibe a votação. Em países com uma protecção legal fraca estes direitos são mais frequentemente violados (Shleifer e Vishny, 1997). A mesma argumentação é corroborada por Dahya et al. (2006), quando consideram que os direitos de votação nem sempre são coincidentes com os direitos de propriedade pois os direitos detidos pelo accionista dominante são, muitas vezes, superiores à percentagem detida nos *cash flows*.

Apesar dos problemas de agência que podem surgir em modelos de propriedade concentrada, é cada vez mais evidente a importância do papel que este modelo desempenha no governo das sociedades e da sua predominância a nível mundial. Segundo Shleifer e Vishny, 1997, vários exemplos demonstram essa evidência:

- ✓ No caso do Japão foi demonstrado por Kaplan e Minton (1994) e Kang e Shhivdasani (1995) que grandes investidores tendem mais a substituir os gestores em caso de um desempenho fraco;

- ✓ Na Alemanha, Franks e Mayer (1994) demonstraram que a concentração de capital está associada a uma maior substituição dos gestores, e Gorton e Schmid (1996) na sua amostra de 1974 que os blocos de accionistas banqueiros melhoraram o desempenho das companhias alemãs e que na amostra de 1975, os blocos de banqueiros e não banqueiros voltaram a melhorar o desempenho das empresas.

Dahya et al. (2006), por seu lado, partindo da premissa de que administradores independentes constituem um conselho de administração mais forte, num estudo efectuado em 799 empresas com accionistas dominantes encontraram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o valor da firma e a percentagem de administradores não afiliados com o accionista dominante. Esta relação é particularmente evidente em países com uma protecção legal fraca.

Os grandes accionistas só podem governar através dos seus direitos de voto e o seu poder depende do nível de protecção legal. No caso do accionista maioritário, o facto de possuir 51% das acções torna-se relativamente fácil fazer valer os seus direitos, desde que expresse as suas preferências.

Com os accionistas minoritários, o problema é mais complexo, uma vez que para exercerem o controlo terão de estabelecer alianças com outros investidores.

3.1.2. O Conselho de Administração

O Conselho de Administração² é considerado o mecanismo de governabilidade empresarial que tem por missão solucionar as tensões resultantes da separação entre a posse da propriedade e o poder da gestão; supostamente, o Conselho de Administração limita as acções discricionárias dos gestores (Gomez, 1996, 2003a). O seu grau de eficiência pode, no entanto, depender, entre outros aspectos, da sua composição, dimensão e da separação de funções (Jensen, 1993).

Em vários países do mundo, as directrizes sobre o governo das sociedades, contêm recomendações respeitantes à composição do Conselho de Administração. Quase todos os códigos de governo das sociedades recomendam a existência de conselhos de administração compostos por maioria de membros independentes, como forma de melhorar a tomada de

² O ordenamento jurídico cabo-verdiano no artigo 347 do Código das Sociedades Comerciais (CSC), prevê o regime Monista que compreende um conselho de administração e um conselho fiscal ou fiscal único, podendo conter uma comissão executiva encarregue da gestão corrente.

decisão, reflectindo, assim, uma visão comum de que a tarefa principal do Conselho é a supervisão da gestão e que só os administradores independentes podem ser supervisores eficientes. Para Fama e Jensen, 1983, um conselho de administração composto apenas por directores executivos é sinónimo de pouca eficácia, enquanto Jensen reforça a ideia de que os directores executivos têm menor probabilidade de supervisionar o desempenho do *CEO*, dado que a evolução das suas carreiras depende em boa parte do próprio *CEO*.

Segundo Schmidt (1999) o objecto do governo das sociedades não é a empresa em si, está relacionado com os meios e os métodos de governo das sociedades anónimas. O seu âmago, portanto, é o comportamento dos administradores (Peltier, 2004).

A literatura sobre o governo das sociedades classifica os administradores como independentes, afiliados ou ‘cinzentos’ e internos³. O estudo efectuado por Bhagat e Black, 1997, constatou que das 957 maiores empresas dos EUA, dois terços possuíam conselhos de administração maioritariamente constituídos por administradores independentes.

O número de estudos sobre esta temática tem vindo a crescer, mas os estudos sobre o desempenho global das empresas não demonstram de forma convincente que as companhias com uma maioria de administradores independentes atingem melhores resultados do que outras companhias. Bhagat e Black, 1997 encontraram uma evidência limitada que sugere alguma precaução. Existe evidência que ter um número razoável de administradores executivos (internos) pode melhorar o desempenho das empresas.

Alguns autores, nomeadamente, Cochran, Wood and Jones, 1995, relacionam positivamente a representação de administradores internos com o desempenho.

Não existem, portanto, evidências seguras de que uma maior independência dos conselhos proporcione uma maior rentabilidade ou um crescimento mais rápido das empresas (Bhagat e Black, 1999). Pelo contrário, alguns estudos sugerem que empresas com mais membros independentes têm um desempenho mais fraco (Yermack, 1996; Agrawal and Knoeber, 1996).

Os resultados aparentemente surpreendentes dos diversos estudos sobre a independência dos Conselhos podem ter várias causas:

³ Directores externos “cinzentos” (antigos executivos da empresa, familiares dos executivos, pessoas com relações de negócio com a empresa, incluindo bancários e advogados), directores independentes (directores externos sem qualquer ligação com a empresa) e directores internos (executivos da empresa)

- ✓ O poder limitado dos testes (Baghat e Black, 1997)
- ✓ Os membros independentes não serem efectivamente independentes (Gilson e Kraakman, 1991)
- ✓ Os Conselhos de Administração necessitarem não apenas de administradores independentes da gestão mas que sejam também responsáveis perante os accionistas (Roe, 1994)
- ✓ O facto da estrutura óptima de uma empresa depender das suas características (Baghat e Black, 1997)

Estes dados sugerem-nos que, poderá ser recomendável a existência no mesmo Conselho de administradores independentes, internos e afiliados, como sugerido por Baysinger e Buttler, 1995.

3.1.2.1. Dualidade de Funções *CEO/Chairman*

A dualidade de funções acontece quando a mesma pessoa é simultaneamente *CEO* e *Chairman*. Quando pessoas distintas exercem a função de *CEO* e de *Chairman* considera-se que a estrutura é independente. A perspectiva de uma estrutura independente sugere que esta estrutura evita algumas crises nas empresas (Lorsh, 1989) e facilita uma avaliação mais objectiva da mesma (Weidenbaum, 1986).

Como acontece com os administradores internos, espera-se que o *CEO/Chairman* tenha um maior conhecimento da empresa e da actividade e tenha um maior comprometimento com a empresa do que um *Chairman* externo.

A dualidade pode estar negativamente associada com o desempenho em algumas situações mas estar positivamente associada em outras. Ou seja, esta última situação pode justificar-se em períodos mais turbulentos e incertos onde existe a necessidade de uma consolidação do poder do *CEO* para melhor responder às mudanças que ocorrem no ambiente empresarial. Nesta perspectiva, num ambiente estável, haverá uma menor necessidade de um *CEO* com muito poder. (Boyd, 1995).

Contudo, sendo o *CEO* o responsável pela iniciação e implementação das decisões estratégicas, e o Conselho de Administração responsável pela ratificação e monitorização das acções do *CEO*, na situação em que uma única pessoa exerce as duas funções, o *CEO* adquirirá um poder mais amplo enfraquecendo o controlo da decisão pelo Conselho de

Administração, o qual é considerado o principal mecanismo de controlo interno para alinhar os diferentes interesses dos accionistas e da gestão de topo (Mizruch, 1983; Walsh and Seward, 1990) citados por Boyd, 1995.

A teoria da agência que reside na motivação dos actores individuais maximizarem a sua utilidade, gerando uma relação problemática entre os accionistas e os gestores, propõe que a combinação da posição de *CEO e Chairman* pode enfraquecer o controlo do Conselho e afectar negativamente o desempenho da empresa (Boyd, 1995), enquanto que a teoria de administração (*stewardship theory*) defende que os gestores tendem a actuar mais no interesse da organização do que no seu próprio interesse, sugerindo que havendo dualidade de funções, haverá uma liderança unificada que cria confiança e estimula o desempenho (Muth e Donaldson, 1998).

3.1.2.2. Tamanho do Conselho

Evidências empíricas revelam-se fracas quanto à importância do tamanho dos conselhos. Segundo Jensen, (1993, 44) “os conselhos pequenos podem ajudar a melhorar o seu próprio desempenho; quando os conselhos ultrapassam os sete ou oito membros têm menos probabilidade de funcionar efectivamente e são mais facilmente controláveis pelo *CEO*.”

Conselhos maiores, podem, no entanto, dispor de um maior leque de especialistas uma vez que grandes conselhos comportam no seu seio uma maior diversidade de conhecimentos e competências, ainda que devido à sua dimensão possam criar problemas de comunicação e coordenação (Van den Berghe e Levrau, 2004).

Yemack (1996) observou 452 grandes empresas americanas num período compreendido entre 1984 e 1991 e descobriu uma relação inversa entre o valor de mercado da empresa, representado pelo Q de *Tobin*⁴ e o tamanho dos conselhos de administração. O estudo revelou que independentemente do sector de actividade, da estrutura de propriedade ou da existência ou não de outros mecanismos de governo das sociedades, o valor do mercado cresce quando o conselho tem entre 4 e 5 membros, cai abruptamente no caso dos conselhos com 6 a 10 membros e cai mais lentamente quando os conselhos têm entre 10 e 24 membros, sugerindo

⁴ Quociente entre o valor de mercado e o custo de reposição dos activos

que o número não deve ultrapassar muito os 6 membros, indo assim de encontro à posição defendida por Jensen (1993).

O estudo de Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) efectuado a pequenas e médias empresas filandesas não cotadas, à semelhança de Yermack (1996) constatou uma correlação negativa significativa entre o tamanho do conselho e a rentabilidade.

Os estudos académicos demonstram que independentemente da dimensão das empresas poderão existir problemas de comunicação e coordenação. Revelam, ainda que conselhos grandes são menos eficientes e que têm um impacto negativo no desempenho das empresas. Independentemente desta evidência, devem possuir uma dimensão mínima que permita a compensação dos poderes e a diversidade no seio do conselho e serem suficientemente pequenos para poderem ser efectivos, coesos e permitirem uma maior participação e discussão entre os membros (Van den Berghe e Levrau, 2004).

3.12.3. Diversidade do Conselho

O Conselho de Administração é, seguramente, um dos mecanismos da governação empresarial mais estudado, por se reconhecer a importância da supervisão e controlo que cabe a esse órgão, principalmente, em países onde os mecanismos de controlo externo são menos desenvolvidos. Por outro lado, os insucessos empresariais ocorridos e as fraudes contabilísticas verificadas em alguns países, originaram reformas significativas no Governo das Sociedades com enfoque na composição do conselho de administração.

O Conselho de Administração necessita de ter uma estrutura adequada que comporte a diversidade e a complementaridade dos seus membros. A sua eficácia depende de vários factores, de entre eles, a experiência, o conhecimento, a duração dos mandatos, o tipo de remuneração auferida e o género.

As questões do género são hoje cada vez mais debatidas a nível mundial e os países têm vindo a adoptar legislação que propicie a igualdade de oportunidades entre homens e mulheres, com o objectivo de combater as desigualdades sociais e éticas no seio da população e promover o desenvolvimento.

No caso de Cabo Verde onde não se registam diferenças raciais e étnicas sensíveis, o enfoque da diversidade centra-se essencialmente nas questões do género. Apesar de as mulheres

representarem 52% da população e estarem bem representadas a nível do Governo (35%), têm uma presença pouco significativa a nível da supervisão empresarial cabo-verdiana.

O género na composição do conselho pode afectar a qualidade da supervisão e controlo e, conseqüentemente, o desempenho financeiro das empresas, se a presença das mulheres for capaz de trazer alguma perspectiva adicional na tomada de decisão. Se, alternativamente, as mulheres forem nomeadas por questões sociais ou éticas que procuram uma maior igualdade dos sexos, o impacto da sua presença, poderá ser negativo, ou apenas decorativo.

Brammer et al (2007) defendem que as empresas devem ver a questão da representatividade das mulheres não como um meio para atingir um fim, mas como um fim em si. Independentemente de concordarmos ou não com a posição destes autores, consideramos que, se por um lado, não é justo excluir as mulheres com base apenas em questões do género, por outro, deve ter-se em linha de conta que as empresas serão mal sucedidas se falharem na escolha dos melhores candidatos prejudicando, assim, o seu desempenho.

Campell e Vera (2007) estudaram o efeito das mulheres nos Conselhos de Administração em Espanha, país que é regido por um sistema romanístico (*Civil Law*), à semelhança da maioria dos países da Europa, e que contrariamente à média desses países, possui uma forte concentração de capital e uma menor percentagem de administradores independentes (Heidrick & Struggles, 2007).

Segundo Campel e Vera (2007) citando Robinson e Dechant (1997), pode-se argumentar que uma maior diversidade do conselho pode aumentar a competitividade da empresa em relação a empresas com conselhos menos diversificados. Esse facto poderá aumentar a habilidade da empresa em compreender o mercado, dada à diversidade de potenciais clientes e empregados e, conseqüentemente, aumentar a capacidade de penetração nos mercados. Brammer et al (2007) no estudo efectuado no Reino Unido, verificaram que a presença de mulheres nos conselhos de administração era mais elevada em sectores de actividade com uma relação próxima a consumidores finais, como o retalho, banca, meios de comunicação e serviços públicos, enquanto empresas orientadas para a produção, isoladas do consumidor final, eram maioritariamente dominadas por homens.

Outros estudos sobre a diversidade, nomeadamente Earley e Mosakowsky (2000) apontam para uma menor eficácia dos conselhos com mulheres, baseados no facto de grupos menos homogéneos, tenderem a comunicar menos dado que as opiniões são mais divergentes e

William e Reilly (1998) que os grupos homogéneos são mais cooperantes e que enfrentam menos conflitos emocionais. Consequentemente, o processo de decisão consumirá mais tempo e será menos eficaz (Lau e Murnighan, 1998).

O estudo de Campell e Vera (2007) revelou que a presença de mulheres nos conselhos, por si, não afecta o desempenho das empresas, no entanto, constataram que a diversidade do conselho, medida pela percentagem de mulheres e pelo índice de Blau et Shannon⁵, tem um impacto positivo no desempenho da empresa. Este resultado revela que será mais importante o equilíbrio entre homens e mulheres do que apenas a presença de mulheres nos conselhos, equilíbrio que deverá permitir que a criação de valor não seja reduzida e que os investidores possam valorizar a contribuição das mulheres.

3.1.2.4. Avaliação do Conselho

A responsabilidade do Conselho de Administração tem vindo a alargar-se ao longo dos tempos, passando da obrigatoriedade de cumprir as disposições legais e estatutárias para uma responsabilidade que passa pela necessária capacidade e competência em definir e atingir os objectivos das organizações. Os membros do conselho devem ser capazes de entender o ambiente actual em que actuam e, simultaneamente, manter uma visão realista sobre o futuro.

Espera-se, portanto, que os administradores contribuam para o desenvolvimento da estratégia, da avaliação do desempenho, do equilíbrio dos fluxos de informação e dos sistemas de controlo e de auditoria, que respeitem os padrões legais e éticos, para além de serem capazes de prevenir e gerir crises. Para tal, é necessário, que possuem um manancial de conhecimentos, informação, poder, motivação e tempo dentro do grupo onde operam. (Conger et al., 1998).

De acordo com Long, 2006, citando van der Walt e Ingley (2001), o debate crescente em torno da governabilidade empresarial que, na perspectiva da teoria da agência, visava apenas a satisfação dos accionistas, expandiu-se à necessidade de satisfazer outras partes interessadas como os clientes, os empregados e a comunidade em geral, fazendo com que os conselhos de administração enfrentem hoje maiores desafios, os quais requerem um maior entendimento sobre os avanços tecnológicos, as pressões sociais e a competitividade internacional.

⁵ Índices utilizados para medir a diversidade ou heterogeneidade num determinado grupo.

A evolução da importância da governabilidade empresarial e, particularmente, do papel dos conselhos de administração, conduziu a que várias instituições, nomeadamente, *National Association of Corporate Directors (NACD, 1994)*, *Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance* (1995), *Vienot Committee* (1995), e *Combined Code* recomendassem a avaliação periódica dos conselhos de administração. O ‘Combined Code’, por exemplo, estabelece que:

“The board should undertake a formal and rigorous annual evaluation of its own performance and that of its committees and individual directors” (Financial Reporting Council, 2008, p.11)

A avaliação do conselho, não tem, no entanto, sido acolhida de forma pacífica, encontrando alguma resistência, mesmo em países como o Reino Unido onde existem recomendações nesse sentido. As objecções ao processo baseiam-se em suposições de que muitas vezes os Presidentes dos Conselhos ou outros membros internos não possuem as competências necessárias para as efectuar e que, quando são efectuadas por entidades externas, ainda que possam ser mais independentes e objectivas, são tratadas com alguma suspeição. Contudo, os seus defensores persistem na existência de vários benefícios associados a uma avaliação bem conduzida, que ultrapassam o mero cumprimento de recomendações, e que incluem: a liderança, a clareza das funções, a responsabilização, o processo de decisão, a comunicação e o funcionamento do conselho (Kiel e Nicholson 2005).

O processo de avaliação poderá ser uma óptima oportunidade para melhorar o entendimento do conselho sobre os processos, a cultura e a dinâmica da empresa para além de permitir o questionamento sobre diversos aspectos da vida da empresa, criando assim um campo de discussão e potencial mudança.

3.1.3. Protecção Legal

Os investidores, cujos direitos e deveres estão consagrados nos estatutos das sociedades, aplicam as suas poupanças numa dada sociedade na expectativa de receber um retorno adequado do seu investimento e de verem garantidos os seus direitos de controlo sobre a empresa onde investem. A natureza e a medida da protecção legal que lhes é oferecida é um factor importante da governabilidade empresarial.

O financiamento é um contrato entre a empresa, enquanto entidade legal, e os financiadores, que lhes confere direitos face aos activos da empresa (Hart, 1995). Se a empresa viola os

termos do contrato, os financiadores têm o direito de recorrer aos tribunais para exercer os seus direitos. No entanto, a grande diferença dos sistemas de governo das sociedades no mundo, decorre da natureza das obrigações legais que os gestores têm para com os financiadores, bem como, das diferentes interpretações que os tribunais dão a essas obrigações e das suas capacidades em as fazer cumprir (Shleifer e Vishny, 1997).

O sistema jurídico-legal e a capacidade da lei de assegurar a protecção dos investidores financeiros da expropriação por parte dos gestores ou dos accionistas dominantes é um factor de influência que explica a política financeira e a estrutura das empresas (La Porta et al, 1998). Segundo La Porta et al, 1999b; Djankov et al, 2003a, citado por Charreaux, 2004, o sistema romanístico (*Civil Law*) onde há o predomínio da lei escrita sobre o costume e a jurisprudência, está associado a um maior poder de intervenção governamental e a uma protecção mais fraca dos interesses privados. Alegadamente a grande vantagem do sistema anglo-saxónico (*Common Law*) é a sua maior facilidade em adaptar-se às necessidades do desenvolvimento económico (Charreaux pag.20). La Porta et al. (1998) concluem que decorrente das insuficiências do sistema romanístico, devem surgir mecanismos de governabilidade empresarial para remediar essas insuficiências e justificam dessa forma a persistência da concentração da propriedade e a predominância de accionistas dominantes em países que utilizam esse sistema.

Segundo os mesmos autores, a tradição legal é o principal factor de explicação para a estrutura de propriedade, a qual parece ser confirmada devido à correlação negativa existente entre a concentração de propriedade e a protecção dos investidores. O mesmo argumento explica o desenvolvimento dos mercados de capital. Os mercados de capital são menos desenvolvidos em países com tradição de sistema romanístico, pois a protecção dos investidores é menor.

A relação entre o sistema legal e o desenvolvimento dos mercados financeiros é, contudo contestada por Pistor et al, (2003a) que defendem que o principal factor desse desenvolvimento é a capacidade do sistema legal em adaptar-se às exigências económicas, políticas e sociais, ou seja, o critério essencial não será a protecção dos accionistas minoritários, mas sim a flexibilidade da estrutura legal.

A existência de grandes accionistas minimiza o problema de agência, uma vez que quando o direito de controlo se encontra concentrado nas mãos de um número pequeno de accionistas com grandes interesses em jogo, é mais fácil conseguir acções concertadas entre estes do que

em situações em que o direito de controlo se encontra disperso (Shleifer e Vishny, 1997). Contudo, a eficácia do poder desses grandes investidores depende da capacidade de defenderem os seus direitos. Ainda segundo Shleifer e Vishny (1997), embora os grandes investidores consigam resolver o problema de agência, estes poderão distribuir a riqueza de forma desigual, retirando riqueza dos outros investidores em benefício próprio. Ou seja, a concentração de propriedade e o domínio de grandes accionistas podem ter vantagens no que se refere, nomeadamente, a um melhor acompanhamento da gestão e conseqüente diminuição dos custos de agência (Shleifer e Vishny, 1986) e contribuir para a redução de custos de agência nos países com fraca protecção legal (La Porta et al, 1999). Por outro lado, essa predominância de accionistas controladores provoca problemas de agência entre estes e os accionistas minoritários, principalmente em países onde a protecção legal é fraca (La Porta et al, 1999). Na circunstância de existir um número limitado de accionistas maioritários, onde os montantes em jogo são grandes, o risco para estes accionistas é maior, logo tenderão a diminuir o risco através da diversificação excessiva da actividade da empresa ou através da redução do número de projectos em que participa (Shleifer e Vishny, 1997). As grandes desvantagens da concentração da propriedade são, assim, a expropriação de outros investidores e a expropriação resultante da realização de actividades que não são maximizadoras de valor.

Em países em desenvolvimento, como é o caso de Cabo Verde, a propriedade das empresas tende a ser altamente concentrada, com a maior parte das acções a serem detidas por um pequeno número de indivíduos, famílias ou instituições ou mesmo do governo.

De acordo com o estudo comparativo '*Doing Business*' efectuado em 2009 pelo Banco Mundial que englobou 181 países: 46 da África Subsaariana, 32 da América Latina e Caraíbas, 25 da Europa de Leste e Ásia Central, 24 da Ásia Oriental e Pacífico, 19 do Médio Oriente e Norte de África, 8 do Sul da Ásia, bem como 27 países da OCDE, Cabo Verde ocupa o 126º lugar do ranking com um nível de protecção dos investidores de quatro, numa escala de zero a dez, sendo o primeiro lugar ocupado pela Nova Zelândia.

Decorrente das afirmações acima, podemos inferir que a concentração da propriedade compensa os riscos de uma fraca protecção legal e funciona como um importante mecanismo de governabilidade empresarial.

3.1.4. Divulgação da Informação

Como referido, a questão fulcral do governo das sociedades é a separação entre a propriedade e a gestão. Esta circunstância origina uma assimetria informacional, pois considera-se que os gestores possuem mais e melhor informação do que os accionistas sobre a situação actual e sobre as perspectivas futuras da empresa, podendo criar dois tipos de problemas: a selecção adversa e o risco moral. A primeira resulta do facto do gestor possuir informação que o accionista não possui e a poder ocultar com o objectivo de aumentar a sua utilidade e a segunda deriva do facto de o accionista não possuir informação relevante e, assim, não poder avaliar adequadamente a eficiência das acções do gestor ou o resultado dessas acções.

Segundo Jensen, (1993), a limitação da informação prejudica severamente a capacidade dos administradores, mesmo daqueles mais talentosos, de contribuírem efectivamente para a monitorização e avaliação quer do CEO quer da estratégia da empresa.

Assim, é normalmente considerado que a divulgação da informação assume um papel importante no governo das sociedades. Pode, no entanto, ser uma espada de dois gumes (Hermalin e Weisbach, 2008).

Quanto melhor é a informação disponibilizada, melhor é, em princípio, a decisão tomada. Se por um lado a divulgação da informação permite aos accionistas tomar uma melhor decisão sobre o desempenho da empresa e dos executivos, por outro, cria ou aumenta os problemas de agência, uma vez que, potencialmente, pode prejudicar os gestores, quer por decisões que os accionistas tomem na sequência da divulgação da informação, quer porque os gestores se preocupam com a interpretação que será dada à informação disponibilizada, o que poderá fazer com que tomem acções que não favorecem os interesses dos accionistas e de outros *stakeholders*. Aumentar a transparência proporciona benefícios mas também envolve custos, pois consiste em explicar ou justificar as acções, omissões, riscos e constrangimentos de alguém que tem responsabilidades em relação a pessoas que detêm interesses legítimos na organização (Rodrigues, 2008, pp. 134).

Na sequência dos escândalos financeiros ocorridos em companhias como a World Com, Enron e Tyco, os governos, nomeadamente, dos EUA adoptaram um número de regulamentos com vista a aumentar a transparência da informação divulgada e de melhorar o governo das sociedades.

A lei de Sarbanes-Oxley (SOx), por exemplo, contém uma série de disposições sobre a obrigatoriedade da divulgação de informação contabilística e financeira, para além de aumentar as penalidades imputáveis aos executivos pela divulgação de informação incorrecta (Hermalin e Weisbach, 2007).

Uma informação mais transparente melhora o papel do conselho de administração na monitorização do *CEO*, mas quanto mais capaz for o mercado de avaliar o *CEO* maior é o risco a que este está exposto. Segundo Hermalin e Weisbach (2007), estes dois factores devem estar equilibrados para que se possa maximizar o nível do benefício proveniente da divulgação da informação.

Monks and Minow (1995) consideram que em última análise o governo das sociedades diz respeito ao alinhamento da informação, de incentivos e da capacidade para actuar, o que demonstra a importância atribuída à informação por estes autores. Por seu turno, La Porta et al (2000) referem que uma informação insuficiente ou pouco clara pode prejudicar a capacidade de funcionamento dos mercados, aumentar a volatilidade e o custo do capital e resultar numa deficiente alocação de recursos.

Parece-nos ser naturalmente aceite que as empresas devem divulgar as informações relevantes para que o mercado possa avaliar adequadamente o seu desempenho. Para além da informação financeira devem ser divulgados os principais padrões de governabilidade empresarial implementados, os quais incluem nomeadamente, a descrição da missão e das actividades do Conselho de Administração; a estrutura do Conselho; as remunerações dos membros do Conselho; a composição dos comités criados e suas funções e a opinião do Conselho sobre os sistemas de controlo interno da empresa.

3.2. Comparação dos sistemas de governo das sociedades

Os sistemas de Governo das Sociedades adoptados pelos diversos países, reflectem as características económicas, históricas, legais e culturais de cada país e são influenciados pela estrutura do capital e pelo desempenho dos mercados financeiros.

Com o aumento do interesse e importância do governo das sociedades, uma das questões que frequentemente se coloca, é saber qual dos modelos existentes é o melhor e como poderão ser comparadas a qualidade e a eficácia dos modelos quer dos países quer das empresas.

A comparação entre os sistemas de governo das sociedades dos países baseia-se, geralmente, no tipo de instituições que actuam como principais financiadores das empresas, separando os sistemas centrados nos bancos e os centrados no mercado (Allen e Gale, 2000). Partindo dessa premissa podemos afirmar que existem dois sistemas de governo das sociedades que caracterizam as estruturas dos diversos países: o sistema Anglo-Saxónico ou centrado no mercado, caracterizado por uma grande dispersão de capital (EUA e Reino Unido) e o sistema Nipónico-Germânico, centrado nos bancos, caracterizado pela grande concentração de capital (Alemanha, Japão, Bélgica, Espanha, França, Holanda, Itália, Suíça, Portugal e Cabo Verde).

La Porta et al (2000) preferem comparar os sistemas com base no nível de protecção legal oferecida aos investidores pois consideram insuficiente a comparação dos sistemas centrados nos bancos ou nos mercados. Shleifer e Vishny (1997) afirmam que um bom sistema de governo das sociedades baseia-se na combinação apropriada de protecção legal dos pequenos investidores e a concentração da propriedade em grandes investidores com poder para diminuir o problema de agência. Os autores consideram que os EUA, o Reino Unido, a Alemanha e o Japão possuem bons sistemas de governo das sociedades, embora a protecção legal aos investidores seja diferente. Os sistemas americano e inglês assentam, de alguma forma, numa maior protecção legal, os sistemas alemão e japonês caracterizam-se por uma protecção legal mais fraca, mas por uma maior concentração da propriedade.

A apreciação que se tem feito sobre os melhores modelos de governabilidade, tem variado consoante os períodos em análise. Nos anos 80 do século XX em que a Japão e a Alemanha atravessavam um período de forte desenvolvimento económico e se considerava que as relações de longo prazo com os investidores era tido como uma força, o sistema centrado nos bancos era considerado o mais favorável por originar um menor custo de capital para as empresas (Becht, Boltone e Roell, 2002). Nos anos 90 devido à recessão económica ocorrida no Japão e ao período pós-reunificação da Alemanha que conduziu a reajustamentos económicos com elevados custos para o país, enquanto nos EUA se assistia a um grande dinamismo dos mercados de capitais, o modelo centrado nos bancos foi preterido pelo modelo anglo-saxónico considerado o modelo que deveria ser seguido por todos (Hansmann e Kraakman, 2001). A maior protecção dos accionistas minoritários e maior confiança no financiamento através dos mercados, eram as vantagens atribuídas ao modelo anglo-saxónico.

Com os escândalos financeiros e a falência de grandes empresas nos EUA, a apreciação que se faz do modelo anglo-saxónico volta a estar em queda, quando se reconhece que os fracassos se

deveram a problemas de governabilidade empresarial, como no caso da Enron que possuía todas as características de uma empresa ‘anglo-americana’ exemplar. Na sequência desses fracassos assistiu-se a um movimento para a reforma global do governo das sociedades que não conduziu, necessariamente, à imitação do modelo dos EUA. A manifestação mais visível foi a adopção de códigos e princípios de governabilidade empresarial na maioria dos mercados, com excepção dos EUA (Becht, Bolton e Roell, 2005).

Independentemente dos sistemas de governo de sociedade que possam ser utilizados, deve-se procurar uma convergência funcional através da adaptação dos indivíduos e das empresas de maneira a criar mecanismos de governo das sociedades mais fortes, apesar da carência dos sistemas legais (La Porta et al., 2000).

Para os investidores, a comparação entre os modelos existentes e sobretudo sobre os critérios que devem ser utilizados para melhor julgarem o nível de governabilidade das empresas e definirem as suas estratégias de investimento, é de particular importância.

Os diversos códigos fazem recomendações sobre uma grande variedade de aspectos tais como: a remuneração dos executivos, o papel dos auditores, o papel dos diversos constituintes e a sua relação com a empresa, o papel dos accionistas dominantes, mas pode-se facilmente constatar que o aspecto dominante é o Conselho de Administração e os assuntos com ele relacionados: critérios para a escolha dos membros, a separação da função CEO e Presidente do Conselho, o tamanho do conselho, a proporção de membros executivos e não executivos, a avaliação do conselho, entre outros.

Segundo Peltier (2004) a transparência é um dos critérios principais de apreciação de um bom governo das sociedades e Chiang (2005) ao referir-se aos principais indicadores de governabilidade empresarial presentes na literatura indica: a estrutura do Conselho de Administração, a estrutura da propriedade e a transparência da informação.

Os indicadores mencionados por Chiang serão certamente determinantes para uma adequada comparação e avaliação do governo das sociedades em qualquer contexto.

3.3. As boas práticas segundo a OCDE

Os códigos de boas práticas de governo das sociedades consistem num conjunto de recomendações dirigidas aos órgãos de governo das sociedades, em determinado contexto, de como se devem relacionar com as partes interessadas e visam melhorar o comportamento das organizações, nomeadamente a transparência da informação, estrutura, composição e funcionamento dos seus órgãos de governo, e as relações com as várias partes com interesses legítimos, directos ou indirectos (Rodrigues, 2008, pp 137). Procuram, ainda, definir a qualidade das relações que se devem estabelecer com os fornecedores, clientes e empregados, construindo relações de confiança e promovendo a eficiência (António, 2003)

A Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) publicou em 2004, um conjunto de Princípios sobre o Governo das Sociedades que, apesar do seu carácter não vinculativo, se tornaram uma referência internacional para os decisores políticos, investidores, sociedades e outros sujeitos com interesses relevantes em todo o mundo. Os seus princípios assumem-se como um conjunto de boas práticas e linhas orientadoras, podendo ser adaptadas às circunstâncias específicas de cada país ou região, para além de servirem de base a um amplo programa de cooperação entre os Estados-Membros da OCDE e países terceiros.

A OCDE justifica a importância do tema na economia mundial pela tomada de consciência dos agentes económicos, referindo-se concretamente que “os decisores políticos estão agora mais cientes do contributo que um bom governo das sociedades dá à estabilidade dos mercados financeiros, ao investimento e ao crescimento económico. As empresas compreendem melhor a forma como um bom governo das sociedades contribui para a sua competitividade. Os investidores apercebem-se que têm um papel a desempenhar na garantia da adopção de boas práticas de governo das sociedades justificando desse modo o valor dos seus investimentos”.

Ainda segundo a OCDE, 2004, “nas economias da actualidade, o interesse no governo das sociedades ultrapassa o mero interesse dos accionistas no desempenho individual das empresas. Uma vez que as empresas desempenham um papel central nas economias e dependemos cada vez mais de instituições do sector privado para gerir as poupanças pessoais e assegurar rendimentos para a reforma, o bom governo das sociedades afigura-se importante para um número cada vez mais diversificado de camadas da população.”

Os Princípios da OCDE baseiam-se na avaliação efectuada aos Estados-Membros no que tange aos desafios que estes enfrentaram na resolução dos desafios em matéria de governo das sociedades bem como nas experiências das economias fora da zona da OCDE. Ainda que os Princípios se apliquem essencialmente às sociedades de capital aberto, poderão ser uma ferramenta útil para melhorar o governo das sociedades de capital fechado.

O Quadro 1 apresenta os princípios propostos pela OCDE relativamente ao governo das sociedades, os quais estão sintetizados em seis pontos distintos.

QUADRO 1 – PRINCÍPIOS DA OCDE SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES

	Princípios	O enquadramento do governo das sociedades deve.....
I	Assegurar a base para o enquadramento eficaz do governo das sociedadespromover mercados transparentes e eficientes, estar em conformidade com o princípio do primado do direito e articular claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis.
II	Os direitos dos accionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos	... proteger e facilitar o exercício dos direitos dos accionistas.
III	O tratamento equitativo dos accionistas Assegurar o tratamento equitativo de todos os accionistas minoritários e accionistas estrangeiros. Todos os accionistas devem ter oportunidade de obter reparação efectiva por violação dos seus direitos.
IV	O papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e de encorajar uma cooperação activa entre as sociedades e esses sujeitos na criação da riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.
V	Divulgação da informação e transparência Assegurar a divulgação atempada e objectiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que respeita à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da sociedade.
VI	As responsabilidades do órgão de administração Assegurar a gestão estratégica da empresa, um acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo órgão de administração e responsabilização do órgão de administração perante a empresa e os seus accionistas.

Fonte: OCDE (2004)

3.4. Estrutura institucional do governo das sociedades anónimas em Cabo Verde

Apesar das fragilidades económicas e sociais, Cabo Verde tem registado um crescimento anual da ordem dos 6-7%, acompanhado de um considerável nível de desenvolvimento humano (IDH de 0,587 em 1990 para 0,736 em 2008)⁶. Este crescimento foi facilitado pelas medidas levadas a cabo pelos diversos governos desde a sua independência ocorrida em 1975, com o suporte da Ajuda Pública ao Desenvolvimento e das remessas dos emigrantes.

Desde o primeiro plano de desenvolvimento elaborado ainda sob a égide do regime de partido único, os sectores que mereceram maior atenção por parte dos governantes foram: a saúde, a educação e a infra-estruturação do país. Essas apostas prosseguiram após a abertura política e a liberalização da economia ocorridas em 1991, às quais se juntaram a privatização de empresas estatais, a abertura ao investimento externo e a reforma do sistema financeiro.

A bolsa de valores foi criada em 1998 com o objectivo de potenciar a inovação financeira e a canalização directa da poupança para o investimento produtivo, mas foi encerrada em 2001 por não ter, até então, atingido os objectivos para que fora criada. Reabriu em 2005, entrando em funcionamento efectivo através da Oferta Pública de Aquisição (OPA) de acções da Sociedade Caboverdiana de Tabacos.

Não obstante o número diminuto de títulos cotados: quatro empresas⁷ no mercado de acções, sete emissões de obrigações no mercado *corporate* e quarenta e quatro obrigações do tesouro, o mercado de capitais tem vindo a servir de alternativa de financiamento a empresas do sector da energia, imobiliária e turismo, sectores estratégicos para o desenvolvimento do país.

A admissão de títulos mobiliários no mercado de capitais cabo-verdiano depende da verificação cumulativa dos seguintes requisitos⁸:

- a) A sociedade emitente encontrar-se validamente constituída;
- b) A situação jurídica dos títulos estar em conformidade com as disposições legais aplicáveis;
- c) A capitalização bolsista previsível das acções objecto do pedido de admissão à cotação oficial ou, na sua falta, os capitais próprios da sociedade, incluindo os resultados não

⁶ Cape Verde Poverty Reduction Strategy Paper, IMF Country Report no. 5/135 e Relatório de Desenvolvimento Humano 2007/2008 do Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (PNUD)

⁷ Do nosso estudo apenas duas empresas estão cotadas em Bolsa

⁸ Boletim oficial (B.O.) n 18 da I Série de 11 de Maio – Lei n° 52/V/98, art° 37 a)

distribuídos do último exercício não serem inferiores a 100.000.000\$00⁹ e, no caso das obrigações, o montante obrigacionista a admitir não ser inferior a 20.000.000\$00;

- d) A sociedade ter publicado os seus relatórios de gestão e contas anuais relativos aos dois exercícios anteriores ao pedido de admissão;¹⁰
- e) Os títulos serem livremente negociáveis;
- f) Estar assegurada, até ao momento da admissão, uma suficiente dispersão dos títulos pelo público (não inferior a 10% do capital social);
- g) O pedido de admissão englobar todos os títulos da mesma categoria que se encontrem emitidos;
- h) A sociedade apresentar uma adequada situação económica e financeira (caso das acções) e encontrar-se comprovado que o pagamento do capital e juros está razoavelmente garantido (caso das obrigações).

O código procura garantir que as sociedades prestem informações fidedignas e relevantes que permitam aos potenciais investidores ajuizarem sobre o desempenho da empresa e sobre os riscos que incorrem. É, no entanto, restritivo à entrada da maioria das sociedades anónimas existentes em Cabo Verde, devido à dimensão destas.

O Código do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), em vigor desde 1998, está a ser reformulado por forma a contemplar as recomendações da OCDE, particularmente no que respeita à criminalidade e manipulação de dados contabilísticos. O princípio a ser seguido será o *comply or explain*.

Atendendo à diminuta dimensão da intervenção do mercado de capitais, o financiamento baseado nos bancos é ainda o predominante em Cabo Verde e o governo das sociedades baseia-se fundamentalmente no Decreto-Lei nº3/99 de 29 de Março que aprova o Código das Sociedades Comerciais (CSC) e que cobre todas as formas subjectivas do exercício das actividades económicas, ou seja, as diversas formas que podem revestir as empresas.

⁹ O CMVM estabelece que o Governo criará condições favoráveis às empresas de menor dimensão

¹⁰ Este requisito pode ser derogado sempre que tal seja recomendado por razões de mercado e desde que os investidores tenham informações consideradas necessárias para formarem um juízo de valor sobre a sociedade e os títulos em questão.

3.4.1. O Código das Sociedades Comerciais

O Código das Sociedades Comerciais de Cabo Verde (CSC) teve como principal fonte o Código das Sociedades Comerciais Português de 1986. Contudo e de acordo com o ponto 2.13 do diploma preambular do mesmo código, “não se limitou a reproduzir o regime do código português, pois teve a preocupação de grande simplificação para além da introdução de outras fontes, designadamente a Lei Brasileira das Sociedades Anónimas, visando a sua adaptabilidade à realidade de Cabo Verde”

Para o caso do nosso estudo que analisa as práticas de governo das sociedades anónimas, importa referir que estas, de acordo com o estipulado no CSC artº 342º, constituem-se com um mínimo de dois sócios, salvo nos casos previstos na lei, e com um capital social mínimo de 2.500.000,00 CVE (Portaria nº 28/99 de 14 de Junho).

O diploma preambular que aprova o CSC consagra no ponto 2.22 que são admitidas situações de unipessoalidade originária, desde que o sócio único seja outra sociedade não unipessoal. Assim, decorrente deste ponto, as sociedades anónimas em Cabo Verde podem ser constituídas apenas por um sócio.

A modalidade de estrutura de administração¹¹ adoptada pelo CSC é a monista tradicional, com um órgão único de administração (o conselho de administração ou o administrador único, nas sociedades de capital social inferior a 10.000.000,00 CVE) e um órgão de fiscalização, ou um fiscal único no caso da dimensão da empresa não justificar a existência de um órgão plural (artº 347º).

O CSC não contempla a estrutura dualista, utilizada em alguns países da União Europeia (por exemplo a Alemanha, Holanda e Finlândia) cuja preocupação é promover a separação entre a supervisão e monitorização e a função de gestão. Essa separação pode ser efectuada através de estruturas dualistas ou estruturas híbridas como acontece na França e em outros países.

Em países como Portugal, Espanha e Itália que utilizam a estrutura monista, as comissões executivas assumem um papel importante na estrutura do governo das sociedades desempenhando funções análogas às do conselho de gestão. Em Cabo Verde a nomeação de

¹¹ São conhecidos três tipos de estruturas: monista, dualista e híbrida. As estruturas monistas são constituídas por um único conselho, as dualistas por um Conselho Supervisor e um Conselho de Gestão e as estruturas híbridas conjugam variantes das duas estruturas mencionadas.

comissões executivas ainda não é uma prática comum, provavelmente devido à dimensão das sociedades anónimas existentes.

No entanto, uma vez que se espera que o conselho de administração tenha um papel efectivo de monitorização da gestão, será necessário que essa separação exista.

O CSC permite uma grande latitude na definição dos estatutos das empresas, praticamente deixando vastas zonas ao critério dos accionistas.

São exemplos dessa latitude:

As sociedades constituídas sem recurso a subscrição pública, podem diferir 70% do valor nominal das acções subscritas, cuja realização seja feita em dinheiro, por um prazo até cinco anos a contar da data de celebração do contrato (artº 346º § 2. e 3.);

O direito a dividendos é de metade do lucro do exercício distribuível, salvo diferente estipulação do pacto social, deliberada por uma maioria de três quartos (artº 360º § 1º);

A emissão de obrigações deve ser deliberada pelos accionistas, salvo se o contrato da sociedade autorizar que ela seja deliberada pelo órgão de administração (artº 392º § 1);

O código dá a prerrogativa de o contrato da sociedade determinar se os accionistas sem direito a voto e os obrigacionistas podem assistir às assembleias gerais dos accionistas e participem na discussão dos assuntos indicados na ordem do dia (artº 410º § 2)

O pacto social pode limitar o nº de accionistas que uma mesma pessoa pode representar, bem como limitar o número de votos que cada representante pode manifestar (artº 412º § 1);

O contrato da sociedade pode estabelecer que não sejam contados votos acima de um certo número, quando emitidos por um só accionista, em nome próprio ou em representação de outrem (artº 415º § 2 b). Esta limitação pode ser aplicada a determinadas categorias de acções mas não para accionistas determinados, nem é aplicável aos votos que pertençam ao Estado ou a entidades a ele equiparadas (artº 415º § 3);

Esta latitude ainda que permita a flexibilização e adaptação dos estatutos às características específicas de cada sociedade anónima, pode colocar as empresas perante riscos não acautelados se estas não recorrerem a adequados mecanismos de governabilidade empresarial.

3.4.1.1. O Conselho de Administração

As disposições do CSC estabelecem normas sobre a formação do conselho de administração, número de membros, critérios de elegibilidade e votação. A legislação cabo-verdiana dispõe que os administradores são nomeados no contrato de sociedade ou na primeira assembleia-geral posterior (artº 423º). O mesmo artigo consagra a possibilidade de os estatutos estipularem que a eleição de alguns administradores seja aprovada por uma maioria de votos atribuídos a certa categoria de acções, bem como consignar que a certas categorias de acções seja atribuído o direito de elegerem um determinado número de administradores em número não superior a um terço do total. O contrato da sociedade pode estabelecer que para um número de administradores não excedente a um, dois ou três, conforme o número total for três, cinco ou mais de cinco, se proceda a eleição isolada, de entre pessoas propostas em listas subscritas por grupos de accionistas, contando que nenhum desses grupos possua acções representativas de mais de 20% e de menos de 10% do capital social. Pode ainda o contrato de sociedade estabelecer que uma minoria de accionistas, que represente no mínimo 10% do capital, e que tenha votado contra a lista que venceu a eleição dos administradores, possa designar, pelo menos, um administrador. Procura, assim, a legislação permitir que os estatutos das sociedades tenham no seio do conselho de administração membros representativos de accionistas maioritários, de referência e de accionistas minoritários.

A par da eleição de administradores efectivos serão sempre eleitos administradores suplentes em número que não ultrapasse um terço do número de efectivos. No caso em que é eleito um administrador efectivo, será eleito um suplente (artº 421º§ 5.) O mesmo artigo no seu §7 não exclui a possibilidade dos administradores poderem nomear mandatários para a prática de determinados actos ou categorias de actos.

Quanto às regras de votação, o artº 415º § 1 do CSC estipula que na falta de diferente cláusula dos estatutos, a cada acção corresponde um voto, embora permita limitações ao direito de voto.

O diploma preambular no ponto 2.22. advoga que “tendo em conta que a gestão de sociedades exige cada vez maior grau de especialização, não se compadecendo com actuações pontuais dos sócios, permite-se que para o órgão de administração sejam eleitas pessoas estranhas à sociedade, pretendendo-se assim, entregar a gestão da mesma àqueles que se consideram mais competentes, sem que para tal tenham de ser titulares de acções” Decorrente deste ponto,

podemos inferir que a regra é que os conselhos sejam compostos por administradores não independentes, existindo, no entanto, a prerrogativa de o serem. Por outro lado, não existe separação clara entre a função de gestão e da supervisão e monitorização da gestão, podendo, no entanto, os estatutos da sociedade permitir que o conselho de administração proceda à nomeação de uma comissão executiva composta no máximo de três membros, na qual delega poderes de gestão e de representação da sociedade (artº 422º§ 1), ou nomear, de entre os seus membros uma direcção (artº 347º §1).

A legislação cabo-verdiana, à semelhança de outras estrangeiras, não fixa o número de membros para os órgãos de administração, relegando para os estatutos da sociedade a fixação desse número. Decorrente do artº 421º do CSC: 1) a administração da sociedade é composta por um número ímpar de membros fixado pelo contrato, os quais poderão ser sócios ou não; 2) nas sociedades em que o capital social seja inferior a dez mil contos, a administração pode ser confiada a uma única pessoa. Assim, a regra é que a administração seja um órgão plural, com um número ímpar de membros não inferior a três.

O conselho de administração detém os mais amplos poderes de gestão da sociedade e para, em quaisquer circunstâncias, agir em nome da sociedade e representá-la perante terceiros, devendo, no entanto, subordinar a sua actuação às deliberações dos accionistas ou às recomendações do conselho fiscal, sempre que a lei ou estatutos o determinem (CSC artº 433 §1) .

O CSC no seu artº 425º estipula que: 1) os estatutos podem estabelecer que a assembleia-geral que eger o conselho de administração designe o respectivo presidente, 2) no caso da assembleia não o designar, caberá ao próprio conselho designá-lo de entre os seus membros, podendo substituí-lo em qualquer momento. No mesmo artº §3 são definidas as funções do presidente do conselho, as quais são: coordenar as actividades dos membros do conselho e dirigir as reuniões do conselho. Cabe ainda ao presidente, convocar as reuniões do conselho (artº 437º §2)

O CSC no artº 425º §4 consagra a possibilidade dos estatutos atribuírem ao presidente voto de qualidade nas deliberações do conselho.

Importa ainda referir que qualquer membro do conselho pode ser destituído em qualquer momento, por deliberação da assembleia, excepto se tiver sido nomeado pelo Estado ou entidade equiparada.

3.4.1.2. Direito à votação

As normas existentes em Cabo Verde não restringem o direito à votação, definindo que salvo cláusula dos estatutos em contrário, a cada acção corresponde um voto (Artº 415º §1). No entanto, não estimula o exercício desse direito, ao definir que o accionista para votar deve estar presente ou representado, ou seja, os normativos existentes não contemplam o voto por correspondência (artº 412º).

3.4.1.3. Remuneração

A remuneração é um importante mecanismo do governo das sociedades permitindo o alinhamento entre os interesses dos administradores e da sociedade.

O normativo cabo-verdiano estipula no artº 429º: 1) que salvo diferente cláusula dos estatutos ou deliberação da assembleia-geral, as funções de administrador são remuneradas; 2) que a fixação da remuneração cabe à assembleia-geral ou a uma comissão de vencimento composta por três a cinco accionistas nela eleitos e 3) que a remuneração pode consistir numa percentagem dos lucros fixada na deliberação da assembleia-geral na qual sejam eleitos os membros do conselho de administração. A legislação cabo-verdiana permite que os administradores não sejam remunerados pela função, o que poderá justificar-se pelo facto dos administradores para além de serem accionistas, serem também quadros da empresa e serem remunerados enquanto tal. Por outro lado, admite a hipótese de existir uma comissão de remuneração, ainda que esta não contemple membros independentes. Esta situação pode ocasionar que os membros da comissão sejam influenciados pela administração, podendo criar algum conflito de interesse.

Por outro lado, ao permitir que a remuneração possa ser variável em função dos lucros, constitui-se como corolário do alinhamento dos interesses entre os administradores e a sociedade. Para tal, considera-se necessária uma avaliação adequada do desempenho da sociedade.

3.4.1.4. Comissões

No que respeita a comissões a legislação cabo-verdiana refere-se apenas à comissão de vencimentos (artº 429º §3) sendo omissa em relação a outras comissões especializadas. No entanto, podemos inferir do exposto no artº 421º § 7 que não existe objecção à criação de comissões, uma vez que o articulado dá a possibilidade dos administradores nomearem mandatários para a prática de determinados actos ou categorias de actos.

3.4.1.5. Mandato

Salvo cláusula contratual em contrário, o mandato dos administradores é de quatro anos, podendo ser reeleitos (artº 423º §1). A legislação não limita o número de re-eleições podendo criar uma inércia na gestão caso os administradores não sejam renovados.

3.4.1.6. Órgão de Fiscalização

As sociedades anónimas cabo-verdianas possuem um órgão de fiscalização que pode ser um conselho de fiscalização ou um fiscal único. O conselho fiscal é composto por três membros efectivos e dois suplentes, sendo um deles, obrigatoriamente, um contabilista ou auditor certificado (artº 440º). O normativo estipula ainda que o conselho fiscal ou o fiscal único podem não ser accionistas, mas devem ser pessoas singulares com capacidade jurídica plena (artº 441º § 1º) que se não encontrem ligados à sociedade, nem a nenhuma outra que com esta esteja em relação de domínio por contrato de trabalho ou prestação de serviços. O conselho fiscal é nomeado no contrato ou em assembleia-geral.

O normativo cabo-verdiano (conjugação dos artºs 446º e 447º) ao permitir que o conselho fiscal ou o fiscal único sejam accionistas, não assegura a independência desse órgão, cujas funções são, nomeadamente:

- a) Fiscalizar a administração da sociedade
- b) Zelar pelo cumprimento das disposições legais e estatutárias
- c) Verificar a exactidão do balanço e demonstrações de resultados
- d) Inspeccionar e pedir esclarecimentos sobre livros, registos e documentos da sociedade
- e) Informar a primeira assembleia de todas as irregularidades detectadas no exercício das suas funções.

4. METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO

4.1. O Problema da investigação

A nível internacional, o governo das sociedades tem vindo a merecer cada vez mais atenção por partes dos profissionais, académicos e governantes, por se reconhecer que a eficiência dos seus mecanismos, depende o desempenho das organizações e o desenvolvimento económico dos países.

Ainda que a maior parte dos estudos empíricos sobre esta problemática tenham sido efectuados em países cujas empresas têm uma forte dispersão de capital, é hoje reconhecida a sua importância em qualquer país e/ou organização.

Por outro lado, as empresas são demasiadamente importantes para as economias dos países para que o seu governo não mereça a devida atenção e os riscos a que estão sujeitas não sejam devidamente acautelados, sob pena de, à semelhança dos diversos escândalos financeiros e falências de grandes empresas ocorridas nos últimos anos devido, em grande medida, a falhas nos modelos de governabilidade, as empresas não sejam capazes de garantir a sua continuidade e a salvaguarda dos interesses dos seus diversos constituintes.

Em Cabo Verde, apesar de haver alguns indícios do interesse que o tema suscita a nível dos governantes, a nível empresarial e académico as evidências são ainda muito tímidas, pelo que consideramos que o tema é de grande relevância para o país, pois poderá suscitar um maior interesse e discussão sobre o papel e a importância do governo das sociedades cabo-verdianas.

Assim, neste trabalho procuramos responder à seguinte questão: quais são as práticas de governo das sociedades anónimas em Cabo Verde?

4.2. Método do estudo

A resposta ao nosso problema advém da análise efectuada às respostas obtidas através do questionário dirigido aos gestores de topo das sociedades anónimas cabo-verdianas quanto às práticas utilizadas durante o ano de 2008.

4.3. Universo do estudo

De acordo com a lista obtida através do Instituto Nacional de Estatísticas (INE) e que exclui as instituições financeiras, o universo das sociedades anónimas em Cabo Verde, é de 107 empresas, constituindo, assim, o nosso universo.

4.4. A amostra do estudo

A amostra é um sub-conjunto da população ou do universo estatístico (Reis et al., 2001). Neste estudo a população é constituída pelas sociedades anónimas cabo-verdianas.

Para a sua classificação recorreremos aos parâmetros utilizados pela CCIASB - Câmara de Comércio, Indústria, Agricultura e Serviços de Barlavento. Deste modo, as empresas são classificadas segundo a sua dimensão, em:

- ✓ Grandes empresas: têm mais de cinquenta e um trabalhadores e um volume de negócios anual que exceda cento e cinquenta milhões de escudos.
- ✓ Médias Empresas: têm menos de cinquenta trabalhadores e um volume de negócios anual que não exceda cento e cinquenta milhões de escudos;
- ✓ Pequenas Empresas: têm menos de onze trabalhadores e um volume de negócios anual que não exceda cinquenta milhões de escudos;
- ✓ Micro Empresas: têm menos de três trabalhadores e um volume de negócios anual que não exceda cinco milhões de escudos.

Para determinar o tamanho da amostra tivemos em conta a amplitude finita do nosso universo, a representatividade, as variáveis, o tipo de amostragem, o processo de recolha de dados, as análises estatísticas planificadas, o erro amostral, o erro de estimação e o nível de confiança que pretendíamos trabalhar.

Assim, para obter o tamanho da amostra foi utilizada a seguinte expressão:

$$n = \frac{Z^2 \cdot p \cdot q \cdot N}{Z^2 \cdot p \cdot q + E^2 (N - 1)}$$

onde p e q são as probabilidades associadas ao estudo sobre o Governo das Sociedades Anónimas, N tamanho da população, Z é o valor crítico associado ao nível de confiança estabelecido e E é a margem de erro permitido.

O tamanho da população foi de $N=107$ e estabeleceu-se um nível de confiança de 95,5% e um erro de estimação de 2%. É lógico pensar que não haja coincidência total entre os dados da população e da amostra, como tal, temos de fixar o máximo erro tolerável. Neste estudo $p=q=50\%$, isto é, a proporção das empresas cabo-verdianas que pretendemos estudar e o seu complemento é igual a 50%. Assume-se o valor igual a 50% pelo facto de desconhecermos a proporção das empresas que adoptam as práticas normalmente aceites como sendo relacionadas com uma boa governação. O tamanho da amostra obtida foi de $n = 98$ empresas. Assim, considera-se o número de respostas aceitável cerca de 20 % do tamanho da amostra (Nachmias & Nachmias, 1996). No entanto, foram consideradas 35 respondentes para a realização da análise.

4.5. A hipótese do estudo

Neste trabalho partimos da hipótese de que as sociedades anónimas em Cabo Verde ainda não utilizam as práticas normalmente aceites como *Best Practices* do Governo das Sociedades.

A importância da hipótese resulta essencialmente do facto de ser um instrumento orientador do processo de investigação, pois facilita a selecção dos dados e a organização da sua análise. Permite pôr em confronto uma teoria e uma realidade empírica.

Para validar esta hipótese recorreu-se a um conjunto de práticas que devem existir num bom governo das sociedades e que respeitam, nomeadamente:

- ✓ Tamanho, composição e mandato do Conselho de Administração
- ✓ Características dos membros do Conselho: Idade, Habilitação Literária e Sexo
- ✓ Tipo de remuneração
- ✓ Avaliação do Conselho de Administração
- ✓ Existência de Comissões de Auditoria, Nomeação e Remuneração
- ✓ Divulgação da Informação
- ✓ Estrutura do Capital

4.5.1. Método de selecção da amostra

Existem dois grandes grupos de métodos para seleccionar amostras: os métodos probabilísticos ou de amostragem casual e os métodos não probabilísticos ou de amostragem dirigida (Reis et al, 2001). A amostragem casual permite ao investigador demonstrar a representatividade da amostra, para além de permitir medir explicitamente o erro cometido por se usar uma amostra em vez da população. Ainda permite identificar explicitamente os

potenciais enviesamentos. A principal dificuldade deste método consiste na obtenção de uma listagem completa da população a inquirir e o custo envolvido na sua obtenção e a outra grande dificuldade relaciona-se com as não-respostas. Por isso, nesse trabalho foi utilizado como método de selecção da amostra um método não probabilístico ou de amostragem dirigida: amostragem por conveniência. Este tipo de amostragem baseia-se na premissa de que certas empresas/respondentes apresentam uma maior disponibilidade ou uma maior acessibilidade para responder ao inquérito. Tornou-se particularmente importante neste caso para a realização da investigação porque a amostra foi construída em função da disponibilidade e acessibilidade das empresas identificadas que constituem a população alvo.

4.5.2. Unidade da observação

A unidade de observação, ou seja, cada elemento da amostra construída é constituída pelos membros do conselho de administração ou pelos seus representantes.

4.5.3. Análise dos dados

A análise de dados envolveu técnicas quantitativas e qualitativas.

As análises foram construídas a partir das respostas ao questionário e os dados foram apresentados em tabelas analíticas e sintéticas. Os dados foram processados com recurso ao software SPSS 17.0 ©

5. RESULTADOS DO ESTUDO

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da análise dos dados concernentes a 35 empresas que integram a nossa amostra, destas, 2 são empresas cotadas e 33 não cotadas. O facto de não diferenciarmos as empresas cotadas das não cotadas prende-se com o facto de não haver regulamentação especial para aquelas, e de o seu número ser diminuto. Em Cabo Verde apesar de haver uma Bolsa de Valores, não existe um Código de Governo das Sociedades que possa servir de orientação sobre as melhores práticas quer para as empresas cotadas quer para as não cotadas.

Iniciamos este capítulo com a apresentação da análise das estatísticas descritivas, às quais se seguem algumas análises multivariadas a fim podermos inferir da associação, ou não, existente entre as variáveis que caracterizam o sistema de governabilidade das sociedades anónimas objecto de estudo. Posteriormente, comparamos os resultados obtidos sobre as práticas das sociedades anónimas cabo-verdianas durante o ano de 2008 e as melhores práticas utilizadas nos países europeus, procurando assim, validar a nossa hipótese de partida.

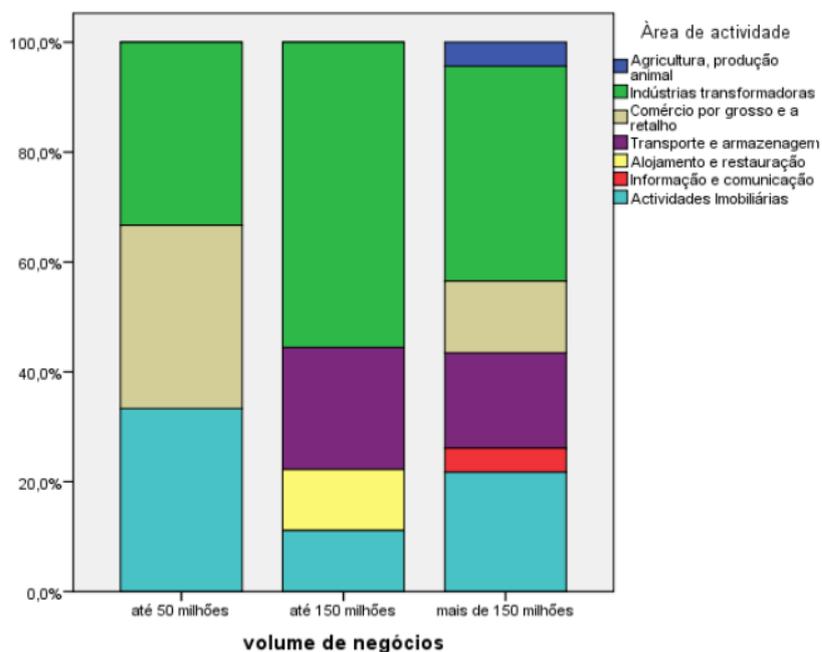
Das 107 sociedades anónimas identificadas, foram enviados questionários às empresas que dispõem de endereço electrónico, as quais perfazem 77 empresas. Assim, o nível de resposta cifrou-se em 45% do universo seleccionado, correspondente a 35 empresas. As empresas respondentes pertencem a diversos sectores de actividade, cuja classificação (quadro 5.1.) está conforme a Classificação Internacional das Nações Unidas adoptada por Cabo Verde através do Dec. Lei nº 3/2008 de 21 de Janeiro. Para além do quadro referido, apresentamos no gráfico 5.1., as diversas empresas agrupadas por áreas de actividade e volume de negócios.

QUADRO 5.1. CLASSIFICAÇÃO DAS ACTIVIDADES ECONÓMICAS

CAE	Designação
A 0143	Avicultura
C1020	Indústria transformadora da pesca e aquacultura
C1074	Fabricação de massas alimentícias, cuscuz e similares
C1075	Indústria do café
C1104	Fabricação de águas minerais e de bebidas não alcoólicas
C1200	Indústria do tabaco
C2022	Fabricação de tintas, vernizes e produtos similares
C2029	Fabricação de produtos químicos n.e.
C2511	Fabricação de elementos estruturais metálicos
C0301	Construção Naval
C0331	Reparação e manutenção de máquinas e equipamentos
F4100	Construção de edifícios
F0432	Instalação eléctrica, de canalizações e outras instalações
G4510	Comércio de veículos automóveis
G4661	Comércio por grosso de combustíveis sólidos, líquidos e gasosos e produtos derivados
G4741	Comércio a retalho de computadores, unidades periféricas
H4921	Transportes terrestres urbanos
H5110	Transporte aéreo de passageiros
H5222	Actividades auxiliares dos transportes marítimos
H5223	Actividades auxiliares dos transportes aéreos
H5620	Fornecimento de refeições para eventos e outros serviços de refeições
J0061	Telecomunicações
L0068	Actividades imobiliárias
N7710	Aluguer de veículos automóveis
N8010	Actividades de segurança privada

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

GRÁFICO 5.1. ÁREAS DE ACTIVIDADES * VOLUME DE NEGÓCIOS



Fonte: Dados da pesquisa (2009)

5.1. Análise Descritiva

Pretendemos com esta análise identificar o perfil da estrutura de governo das sociedades anónimas em Cabo Verde:

5.1.1. Tamanho do Conselho e Volume de Negócios

Os conselhos de administração das empresas cabo-verdianas, possuem um mínimo de três e um máximo de sete membros, sendo os conselhos na sua grande maioria (68,6%) compostos por apenas três membros (Quadro 5.2.). A legislação cabo-verdiana define que o número de membros deve ser ímpar, no mínimo de três, salvo em situações excepcionais em que poderá ter apenas um membro. Apesar deste facto, cerca de 10% das empresas estudadas possuem um número par de membros.

QUADRO 5.2. TAMANHO DO CONSELHO

Membros	Frequência	%		
3	24	68,6	Média	3,63
4	3	8,6	Mediana	3
5	6	17,1	Moda	3
6	1	2,9	Mínimo	3
7	1	2,9	Máximo	7
Total	35			

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

O tamanho dos conselhos aproxima-se do recomendado pelos estudos que associam esta característica à rentabilidade das empresas, como foi constatado por Eisenberg, Sundgren e Wells (1998) no estudo efectuado a pequenas e médias empresas finlandesas não cotadas. O estudo da Heidrick & Struggles (2007), revela que o tamanho médio dos conselhos de administração europeus é de 12,8 membros, valor bem acima da média cabo-verdiana que é de 3,63. Este resultado pode ser justificado pela dimensão das empresas cabo-verdianas (ver quadro 5.3. Volume de Negócios) quando comparadas com as empresas europeias que fazem parte do estudo: as maiores empresas cotadas em bolsa, incluindo as instituições financeiras que, de um modo geral, possuem conselhos de administração maiores.

Através dos quadros 5.3. e 5.4. podemos, no entanto, verificar que no que tange às sociedades anónimas estudadas o volume de negócios, na maioria dos casos, não determina o tamanho do conselho, uma vez que 61% das empresas com volume de negócios superior a 150 milhões de CVE, consideradas empresas grandes, possuem apenas conselhos com três membros. Podemos assim inferir que a definição do tamanho dos conselhos decorre, na maioria das vezes, do cumprimento da lei.

QUADRO 5.3. VOLUME DE NEGÓCIOS

Volume de Negócios	Frequência	%	% Acumulada
Até 50 milhões	3	8,6	8,6
Até 150 milhões	9	25,7	34,3
mais de 150 milhões	23	65,7	100
Total	35	100	

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

QUADRO 5.4. TAMANHO DO CONSELHO * VOLUME DE NEGÓCIOS

Tamanho do Conselho	Volume de Negócios			Total
	até 50 milhões	até 150 milhões	mais de 150 milhões	
3	3	7	14	24
4	0	1	2	3
5	0	1	5	6
6	0	0	1	1
7	0	0	1	1
Total	3	9	23	35

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

5.1.2. Independência da Estrutura, Composição e Mandato do Conselho

A percentagem de empresas que separa as funções de *Chairman* e de *CEO* é de 77,1% de acordo com os resultados apresentados no gráfico 5.2., resultado que se aproxima das recomendações suportadas pela bibliografia especializada e pelos recentes debates sobre os mecanismos de governabilidade empresarial, os quais recomendam a independência da estrutura. A separação dos cargos de *Chairman* e de *CEO* permite evitar um poder excessivo do *CEO* bem como fortalecer o controlo da decisão pelo Conselho de Administração, contudo não é, por si só, garantia da aplicação de uma supervisão independente. A separação deve ser acompanhada de outras acções para que o *Chairman* exerça o seu importante papel de liderança no seio da organização.

GRÁFICO 5.2. NÍVEL DE INDEPENDÊNCIA DA ESTRUTURA



Fonte: Dados da pesquisa (2009)

O quadro 5.5. evidencia que a representação dos membros do conselho de administração das empresas estudadas é de 45% de executivos, 55% de não executivos e destes 10% são independentes. Importa, no entanto, referir que das empresas com três membros que constituem 68,6% da nossa amostra, apenas 28% possuem membros não executivos.

Os principais códigos de governo das sociedades recomendam a predominância de administradores não executivos - independentes - pois estes poderão melhor arbitrar sobre questões que envolvam potenciais conflitos de interesse entre as partes.

O conceito é relativamente novo na Europa Continental, pois só muito recentemente países como Portugal, França e Espanha o introduziram nos seus códigos de conduta.

O estudo da Heidrick & Struggles (2007) revela que a média europeia (Reino Unido, Holanda, Suíça, Suécia, Bélgica, Portugal, França, Espanha, Itália e Alemanha) é de 54% de

administradores independentes, sendo o Reino Unido o país que apresenta a maior participação (91%) de administradores independentes.

No caso de Cabo Verde, a representação de administradores independentes é manifestamente pequena, como demonstram os resultados. Acresce ainda o facto de ser difícil aferir da verdadeira independência dos membros, mormente quando a prática reinante é dos administradores serem accionistas ou representantes destes, sendo comum que o presidente do conselho seja o representante do accionista maioritário, denotando, ainda mais, a fraca independência dos membros do Conselho.

QUADRO 5.5. COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

	Mínimo	Máximo	Soma	Média	Desvio Padrão
Membros executivos	0	5	57	1,63	1,477
Membros não executivos	0	5	70	2	1,766
Membros não executivos Independentes	0	5	13	0,37	1,060

% Executivos 45%

% Não executivos 55%

% Independentes 10%

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

QUADRO 5.6. MANDATO DOS MEMBROS DO CONSELHO

	Mínimo	Máximo	Moda	Média
Antiguidade na função (anos)	1	27	3	5.729

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

Os membros dos conselhos de administração das sociedades anónimas cabo-verdianas, estão, em média, há 5,7 anos a exercer tais funções. Refira-se, no entanto, que 51,4% estão em funções de 1 a 4 anos, 36,2% de 5 a 8 anos e 11,4% de 10 a 27 anos. O normativo cabo-verdiano estabelece que, salvo estipulado em contrário pelos estatutos da sociedade, o mandato dos membros é de quatro anos, podendo ser re-eleitos. A legislação não limita o número de re-eleições.

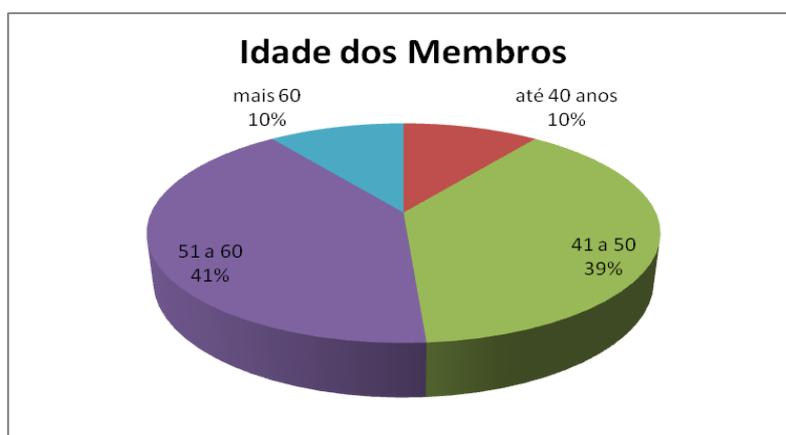
Ainda que as empresas cabo-verdianas estejam a agir de acordo com as disposições legais, estão aquém das práticas existentes na Europa onde a média de anos na função é de 3,2 anos (Heidrick & Struggles, 2007). A maioria dos códigos de governo das sociedades, nomeadamente, o da OCDE, não especificam o número de anos que um administrador deve

manter-me no cargo. A importância de se analisar este parâmetro de avaliação das empresas prende-se com a necessidade de, por um lado, garantir a renovação e a entrada de ideias frescas e por outro não desperdiçar contribuições valiosas dos membros, ainda que possam estar há muitos anos na função. Considera-se que o importante é, anualmente, avaliar-se da vantagem ou não de se manter os mesmos membros, vantagem essa efectuada com base na contribuição que cada administrador dá à organização com vista a garantir a sua sustentabilidade.

5.1.3. Características dos Membros do Conselho de Administração: Idade, Habilitações e Sexo

A idade dos membros dos conselhos de administração das sociedades anónimas cabo-verdianas estão reflectidas no gráfico 5.3. Ao conselho de administração das empresas é cada vez mais necessário possuir um manancial de qualidades e competências que lhes permita analisar adequadamente a situação actual e ao mesmo tempo ter a capacidade de, dentro da incerteza existente, vislumbrar cenários futuros para a empresa e mercados, pelo que o intervalo adequado das idades, deverá ser aquele capaz de equilibrar ideias arrojadas, normalmente ligadas a pessoas mais jovens, e a maturidade e experiência dos mais velhos. Consideramos que a distribuição de idades dos membros dos conselhos em Cabo Verde está equilibrada, pois 41% dos membros possui de 51 a 60 anos, 39% de 41 a 50 anos, 10% têm até 40 anos e 10% mais de 60 anos. A idade média dos membros dos conselhos europeus é de 59 anos e um mês (Heidrick & Struggles, 2007).

GRÁFICO 5.3. IDADE DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO



Fonte: Dados da pesquisa (2009)

Seguidamente apresentamos os quadros 5.7. e 5.8. que descrevem o nível académico dos membros dos conselhos das empresas cabo-verdianas. Não existem membros com o grau de doutoramento, mas 28.6% das empresas estudadas têm mestres no seu órgão de administração, os quais representam 7,9% do total de administradores. Os conselhos de administração são maioritariamente integrados por licenciados, representando 80,3% dos administradores.

QUADRO 5.7. MESTRES NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

	Mestres	Frequência	%
Empresas que possuem Mestres no Conselho	1	8	22,9
	2	2	5,7
	Total	10	28,6

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

QUADRO 5.8. LICENCIADOS NOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO

	Licenciados	Frequência	%
Empresas que possuem Licenciados no Conselho	1	6	17,1
	2	12	34,3
	3	11	31,4
	4	3	8,6
	5	2	5,7
	7	1	2,9
	Total	35	100

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

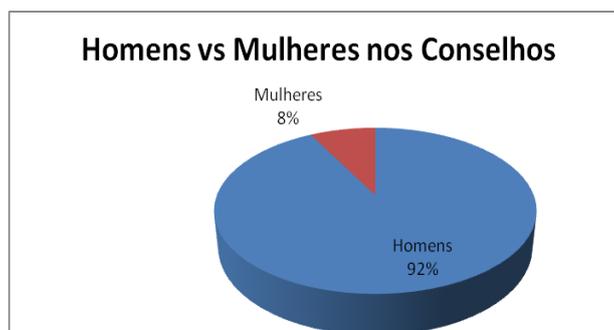
Outro aspecto importante da caracterização dos membros do conselho é a diversidade. Como referimos no capítulo da revisão bibliográfica, aspectos rracicos e étnicos não são relevantes em Cabo Verde pelo que o nosso estudo refere apenas a questão do género.

QUADRO 5.9. – MULHERES NOS CONSELHOS

	Mulheres	Frequencia	%
Empresas que possuem Mulheres no Conselho	0	27	77,1
	1	7	20,0
	3	1	2,9
	Total	35	100

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

GRÁFICO 5.4. DIVERSIDADE DOS CONSELHOS



Fonte: Dados da pesquisa (2009)

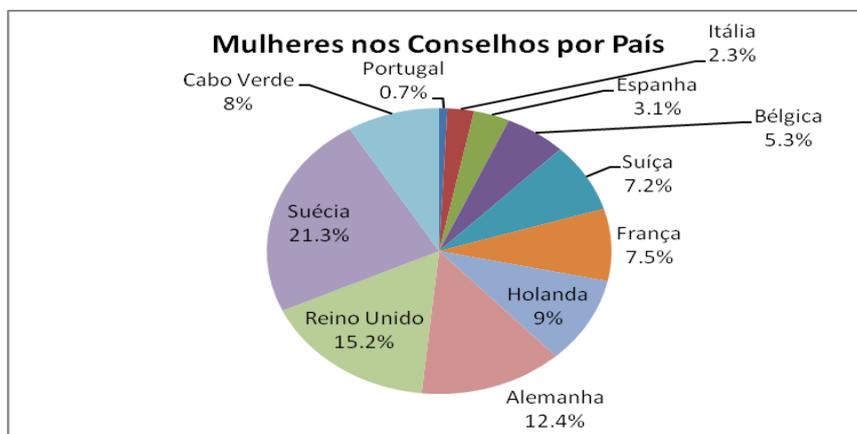
O nosso estudo revela que 77,1% das sociedades cabo-verdianas não possuem mulheres nos conselhos de administração, que 20% têm apenas 1 mulher e que 2,9% têm 3 mulheres. A presença de mulheres nos Conselhos representa 8% da totalidade dos membros.

Apesar de considerarmos que as mulheres, que representam 52% da população cabo-verdiana, ainda têm uma fraca participação nos órgãos de supervisão das empresas, o estudo da empresa Heidrick & Struggles (2007) revela que a média europeia é de 8,4%, portanto, ligeiramente superior à de Cabo Verde. No entanto, enquanto 39% das empresas europeias não possuem mulheres nos conselhos, a não representação de mulheres em Cabo Verde verifica-se em 77,1% das empresas.

Analisando a situação país a país (gráfico 5.5.), verifica-se que a representação percentual das mulheres nos conselhos em Cabo Verde é superior à de países como Portugal, Itália, Espanha,

Bélgica, Suíça e França, sendo apenas inferior à de Holanda, Alemanha, Reino Unido e Suécia, este último com 21.3% de representação de mulheres.

GRÁFICO 5.5. REPRESENTAÇÃO DAS MULHERES POR PAÍS



Fonte: Dados da pesquisa (2009), Heidrick & Struggles (2007)

5.1.4. Remuneração dos Órgãos de Administração

No que respeita à remuneração dos órgãos de administração, procedemos à diferenciação das empresas que os remuneram e as que não os remuneram em função dos resultados da empresa (quadro 5.10.), para seguidamente avaliarmos o processo de aprovação das remunerações (quadro 5.11.).

Concluimos que, em média, apenas 11,4% das empresas atribuem remunerações variáveis aos órgãos de administração e, conseqüentemente, 88,6% atribuem-lhes remunerações fixas e que, em 62,9% das empresas a remuneração dos membros do conselho de administração é aprovada pelos accionistas e que em relação à remuneração do *CEO* apenas 37,1% das empresas submete essa decisão à aprovação dos accionistas.

A política de remuneração constitui-se como um importante mecanismo do governo das sociedades, através da qual se procura alinhar os interesses em, potencial, conflito. A prática das empresas cabo-verdianas revela que não existe um sistema de incentivos, uma vez que a maioria das empresas adopta a política de remunerações fixas, ou seja, a remuneração não depende do desempenho da empresa o que contraria as recomendações da maioria dos códigos de governo das sociedades, nomeadamente, do da OCDE.

Uma vez que a avaliação de desempenho da empresa é feito com base nas demonstrações financeiras, deve ser ressaltada a importância das mesmas para um bom governo das sociedades, pois só demonstrações financeiras fiáveis poderão favorecer o processo decisório e a transparência da gestão.

Para além do referido, dois aspectos deverão, a nosso ver, ser tidos em consideração aquando da determinação da política remuneratória: acautelar-se dos riscos de se incentivar o desempenho de curto prazo em detrimento do de longo prazo e o incentivo ao desempenho individual em detrimento do desempenho da equipa. Estes aspectos estão intimamente ligados à definição de objectivos da organização, o que nem sempre é um processo fácil.

Os ‘*goals*’ não devem ser demasiadamente específicos para que as pessoas não se focalizam em ganhos e perdas de curto prazo, perdendo de vista os efeitos que esse comportamento poderá ter a longo prazo. Por outro lado, os objectivos individuais podem prejudicar a cooperação e corroer a cultura organizacional (Ordóñez et al, 2009). A definição dos objectivos da organização não deve perder de vista dimensões importantes como a segurança dos serviços e produtos fornecidos, o comportamento ético e a reputação da empresa, os quais devem ser tidos em conta aquando da avaliação do desempenho e na definição da política remuneratória.

A nível da Europa, a remuneração atrai cada vez mais atenção atribuindo-se uma maior responsabilização às comissões de remuneração. De acordo com o estudo efectuado pela Heidrick & Struggles (2007) não é fácil comparar as remunerações entre as empresas europeias devido à limitada divulgação quer das remunerações individuais quer dos critérios da sua determinação. Existem diferenças significativas a nível do pacote remuneratório e do nível de salários auferidos. Em França, Alemanha e Itália mais de metade da remuneração é variável, enquanto na Holanda, Espanha e Suécia mais de 70% da remuneração é fixa. A remuneração média dos Administradores europeus é de € 72,195 (Heidrick & Struggles, 2007), correspondente a cerca de 8 milhões de escudos cabo-verdianos. Em Cabo Verde, à semelhança de Portugal, a divulgação da remuneração dos membros de administração ainda não é disponibilizada.

QUADRO.5.10. REMUNERAÇÃO DOS ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO EM FUNÇÃO DOS RESULTADOS

	Frequência	%
Empresas que remuneram em função dos resultados	4	11,4

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

QUADRO 5.11. REMUNERAÇÃO SUJEITA À APROVAÇÃO DOS ACCIONISTAS

	Frequência	%
Conselho de Administração	22	62,9
CEO	13	37,1

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

5.1.5. Avaliação do Conselho de Administração

O nosso estudo revela que, em média, 91,4% das empresas cabo-verdianas não procede à avaliação do Conselho de Administração, e apenas 8,6% o fazem, sem, no entanto, explicitarem como se processa tal avaliação (quadro 5.12).

A evolução da importância da governabilidade empresarial e, particularmente, do papel dos conselhos de administração, levou a que várias instituições recomendassem a avaliação periódica dos conselhos de administração. Apesar da avaliação poder encontrar alguma resistência, poderá constituir-se como uma oportunidade para identificar o que está a ser feito correctamente e o que necessita de melhoramentos, permitindo por outro lado questionar sobre a vida da empresa, criando um campo para discussão e potencial mudança.

De acordo com o relatório da Heidrick & Struggles (2007), 44% das empresas europeias procedem à avaliação de desempenho. A avaliação é comum na Suécia, no Reino Unido, na Holanda e França, é uma prática que tende a crescer na Bélgica, Alemanha e Suíça e em relação aos países do sul da Europa como Portugal, Espanha e Itália, tal informação não é disponibilizada. Das empresas europeias que procedem à avaliação 53% fornece detalhes sobre o processo de avaliação.

QUADRO 5.12. AVALIAÇÃO ANUAL DOS MEMBROS DO CONSELHO

	Frequência	%
Empresas que avaliam o Conselho de Administração	3	8,6

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

5.1.6. Divulgação da Informação e Meios Utilizados

É senso comum que quanto melhor é a informação disponibilizada melhor é, em princípio, a decisão tomada. Uma informação limitada e práticas não transparentes podem contribuir para o comportamento contrário aos princípios de ética e perda de integridade do mercado com grandes custos, não apenas para a empresa e respectivos accionistas, mas também para a economia no seu conjunto (OCDE, 2004).

O aumento da transparência proporciona benefícios, mas também comporta alguns custos, pelo que estes dois componentes devem estar equilibrados. Porém, as empresas devem divulgar as informações relevantes¹² que permitam avaliar adequadamente o seu desempenho.

De acordo com Rodrigues (2008), para além da informação financeira, devem ser divulgados os principais padrões de governabilidade empresariais implementados, os quais comportam, entre outros, a descrição da missão e actividades do Conselho de Administração; a estrutura do Conselho; as remunerações dos membros; a composição dos comités criados e suas funções e a opinião do Conselho sobre os sistemas de controlo interno da empresa.

O nosso estudo releva que, em média, 62,9% das empresas cabo-verdianas, divulgam informação relacionada com relatórios e contas e que os meios maioritariamente (57,1%) utilizados, são outros que não a internet, jornais ou gabinete de comunicação, ou seja, a divulgação é feita por correio ou entregue directamente a cada accionista, por ocasião das assembleias gerais.

¹² Segundo a OCDE (2004) a informação relevante é aquela cuja omissão ou inexactidão é susceptível de influenciar as decisões económicas dos seus destinatários.

Não existe uma prática de divulgação de informações sobre os membros do conselho, sua remuneração ou mesmo sobre o governo das sociedades.

Os dados corroboram a percepção generalizada de que não existe uma cultura de divulgação de informação sobre aspectos relevantes da vida das empresas, por outro lado, o normativo cabo-verdiano (CSC) não refere a obrigatoriedade das empresas divulgarem publicamente o relatório e contas.

Esta prática contraria a contribuição que a divulgação da informação pode dar para um melhor conhecimento público das estruturas e actividades das empresas, das estratégias empresariais e do desempenho ambiental e ético, bem como do relacionamento da empresa com as comunidades onde desenvolve as suas actividades.

A composição do conselho e a sua estrutura podem condicionar a divulgação da informação. Os conselhos de administração das empresas cabo-verdianas revelam que na sua maioria (77,1%) separam as funções de *Chairman e CEO* e possuem poucos administradores independentes. Estas características podem justificar a fraca divulgação da informação. Segundo Felo, 2009, quando os administradores independentes são especialistas financeiros, a transparência da informação aumenta o que não acontece com administradores internos (executivos), ou mesmo quando se separa as funções de *Chairman e CEO*. De acordo com o mesmo autor, a independência por si só não conduz a uma maior divulgação de informação.

QUADRO 5.13. INFORMAÇÕES DISPONIBILIZADAS

	Frequência	%
Relatório e contas anuais	22	62,9
Outras	5	14,3
Relatórios e dados sobre os órgãos sociais	3	8,6

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

QUADRO 5.14. MEIOS DE DIVULGAÇÃO DA INFORMAÇÃO

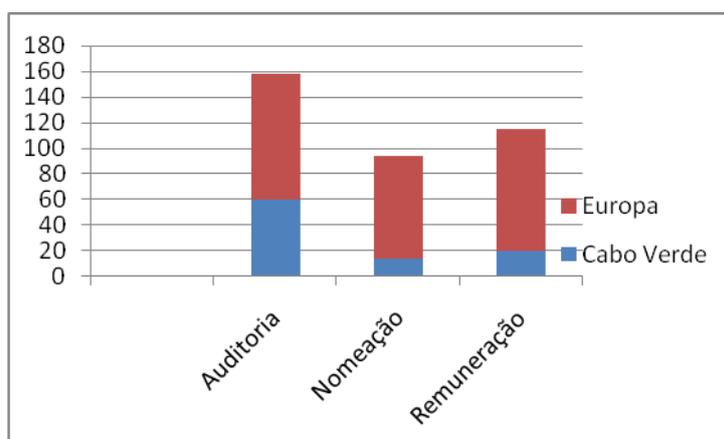
	Frequência	%
Internet	6	17,1
Gabinete de comunicação	2	5,7
Jornais	4	11,4
Outros	20	57,1

Fonte: dados da pesquisa (2009)

5.1.7. Comissões Especializadas

A complexidade das empresas e dos mercados exige cada vez mais especialização e profissionalismo na administração e gestão das empresas. A existência de comissões especializadas reveste-se de particular importância no governo das sociedades, sendo já uma norma na Europa. O gráfico 5.6. compara a existência de comissões nas empresas europeias e nas cabo-verdianas. Em Cabo Verde, como revela o quadro 5.17., a existência de comissões ainda não é uma norma.

GRÁFICO 5.6. COMISSÕES EM EMPRESAS CABO-VERDIANAS E EUROPEIAS



Fonte: Dados da pesquisa (2009) e Heidrick & Struggles (2007)

QUADRO 5.15. PERCENTAGEM DE EMPRESAS QUE POSSUEM COMISSÕES

	%
Empresas que possuem Comissão de Remuneração	20,0
Empresas que possuem Comissão de Auditoria	60,0
Empresas que possuem Comissão de Nomeação	14,3

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

5.1.8. Estrutura do Capital e Perfil Accionista

A estrutura de capital das empresas cabo-verdianas é fortemente concentrada como pode ser verificado pelos gráfico 5.6. e quadro 5.16. abaixo. Independentemente de considerarmos uma empresa de capital disperso como aquela que não tem qualquer accionista com pelo menos 10% do capital ou aquela que não tem qualquer accionista com pelo menos 20% do capital, verificamos que, no caso de Cabo Verde, a totalidade das empresas possui concentração de capital, pois 42% das empresas possui um accionista maioritário, 11% possui accionistas com

uma participação no capital entre 41 e 50%, 17% das empresas possuem accionistas com participação entre 31 a 40% e 30% das empresas possuem accionistas com 21 a 30% das acções.

Com excepção dos EUA, a estrutura de capital mais comum na OCDE e nos países desenvolvidos é a concentração de capital, como comprovam os estudos e experiências empíricas de La Porta et al.(1999), Claessons, Djankov e Lang (2000), o que contraria o modelo de propriedade dispersa inicialmente identificado por Berle e Means (1932). Assim, a estrutura de capital das empresas cabo-verdianas assemelha-se à da maioria dos países. Por outro lado, o facto de ser regido por um sistema legal romanístico o qual está relacionado com uma fraca protecção dos investidores, poderá justificar a concentração de capital das empresas cabo-verdianas, e constituir-se como um mecanismo de governabilidade empresarial capaz de minimizar as insuficiências do próprio sistema legal.

GRÁFICO 5.7. ESTRUTURA DO CAPITAL



Fonte: Dados da pesquisa

QUADRO 5.16. Nº DE ACCIONISTAS

	Mínimo	Máximo	Total	Média	Desvio Padrão
Nº de accionistas que constituem as empresas	1	950	2802	80,06	210,484

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

Dos 2802 accionistas das empresas estudadas, 2687, representando 96% do total dos accionistas detêm até 5% das acções, 4 accionistas, representando 0,14% dos accionistas detêm de 41 a 50% de acções e 16 accionistas, representando 0,56% dos accionistas detêm mais de 50% de acções.

No que se refere ao número de accionistas por empresa, verifica-se que: 14% das empresas possui apenas 1 accionista; 34% possui de 2 a 9 accionistas; 43% possui de 10 a 99 accionistas e apenas 9% possui mais de 100 accionistas.

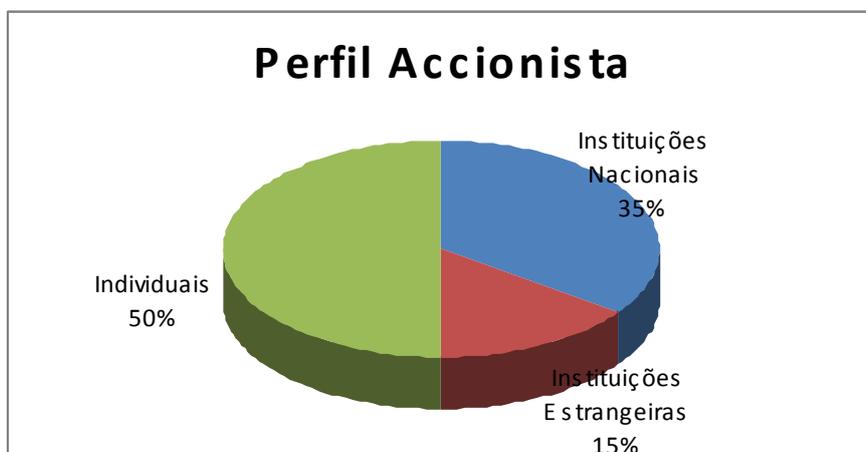
GRÁFICO 5.8. ACCIONISTAS POR EMPRESA



Fonte: Dados da pesquisa (2009)

Como demonstra o gráfico 5.9., em média, 50% das empresas cabo-verdianas são detidas por individuais, 35% por instituições nacionais e apenas 15% por instituições estrangeiras, cujo investimento se centra no sector da imobiliária.

GRÁFICO 5.9. PERFIL DOS ACCIONISTAS



Fonte. Dados da pesquisa (2009)

Após termos apresentado as características globais da nossa amostra, apresentamos o quadro 5.17., onde se pode constatar as diferenças entre estas e os grupos específicos: empresas cotadas e empresas públicas.

QUADRO 5.17. CARACTERÍSTICAS DA AMOSTRA, DAS EMPRESAS COTADAS E DAS EMPRESAS ESTATAIS

Variáveis	Amostra	Empresas Cotadas*	Empresas Públicas (Estatais)*
Tamanho médio do Conselho	3,63	4	3
Independência da Estrutura	77%	100%	0%
Membros não executivos	55%	100%	0%
Membros Independentes	10%	0%	0%
Mulheres no Conselho (%)	8%	12,5%	0%
Mandato (anos)	5,73	2	8
Remuneração Fixa	88,6%	100%	100%
Avaliação anual	8,6%	0%	0%
Divulgação informação	Relatório e Contas	Relatório e Contas	Relatório e Contas/Estatutos
Meios utilizados	57,1% - Outros	50% Internet	100% Internet/Gab.Comunicação
Comissão Auditoria	60%	50%	50%
Comissão Remuneração	20%	50%	0%
Comissão Nomeação	14,3%	0%	0%
Estrutura capital	Concentrada	Concentrada	Concentrada
Nº Accionistas	80,06	626	1
Perfil Accionista:			
Instituições Nacionais	35%	32,8%	100%
Instituições Estrangeiras	15%	42,5%	0%
Individuais	50%	25,7%	0%
Volume de negócios	65,7% > 150 milhões	100% > 150 milhões	100% > 150 milhões

* duas empresas

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

5.2. Análise Multivariada

5.2.1. Variáveis tamanho do conselho e membros executivos

Nesta secção são analisadas e discutidas algumas análises multivariadas, iniciando-se pela análise das variáveis tamanho do conselho e membros executivos. Para verificar o grau de correlação entre as variáveis, utilizamos o coeficiente de Pearson, cujas hipóteses estatísticas são:

- Ho: As variáveis não estão correlacionadas
- H1: Existe relação entre as variáveis

QUADRO 5.18. MATRIZ DE CORRELAÇÕES ENTRE TAMANHO E MEMBROS EXECUTIVOS

	Tamanho	Executivos
Tamanho	1	
Sig. (2-tailed)		
Pearson correlation		
Executivos		1
Sig. (2-tailed)	0.734	
Pearson correlation	0.06	

Fonte. Dados da pesquisa (2009)

Da análise da matriz conclui-se que não existe relação entre as duas variáveis. A correlação entre as variáveis é estatisticamente não significativa. O nível de significância, igual a 0,734, indica que não se deve rejeitar a hipótese nula e que as variáveis não estão correlacionadas.

5.2.2. Variáveis tamanho do conselho e volume de negócios

Para analisar o grau de independência das variáveis, utilizamos o teste Qui-Quadrado cujas hipóteses são:

- Ho: As variáveis são independentes
- H1: As variáveis são dependentes

QUADRO 5.19. MATRIZ DE CORRELAÇÕES ENTRE TAMANHO E VOLUME DE NEGÓCIOS

	Value	df	Asymp.Sig.(2-sided)
Pearson Chi-Square	3.100 ^a	8	0.928
Likelihood Ratio	4.456	8	0.14
Linear-by-linear Association	2.526	1	0.112

^a 13 cells (86,7%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 0,09

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

O quadro mostra que o valor do teste é de 3,1, com um nível de significância 0,928, pelo que não se rejeita a hipótese nula de que as variáveis são independentes. Este resultado confirma o referido na análise descritiva que, na maioria dos casos, o volume de negócios não determina o tamanho do conselho.

5.2.3. Variáveis separação das funções Chairman/CEO e remuneração dos Órgãos de Administração

A nossa análise descritiva revelou que 77,1% das empresas separam a função de Chairman e a de CEO e que apenas 11,4% das empresas remuneram os membros do conselho em função do desempenho da empresa. Pretendemos, agora, analisar o grau de associação entre a variável separação das funções Chairman/CEO e a remuneração em função dos resultados. Para o efeito, utilizamos o teste de independência de Qui-Quadrado, cujas hipóteses estatísticas são:

- Ho: As variáveis são independentes
- H1: As variáveis são dependentes

QUADRO 5.20. MATRIZ DE CORRELAÇÕES ENTRE SEPARAÇÃO DAS FUNÇÕES CHAIRMAN/CEO E A REMUNERAÇÃO DOS ÓRGÃOS DE ADMINISTRAÇÃO

	Value	df	Asymp.Sig.(2-sided)
Pearson Chi-Square	1.338 ^a	1	0.247
Likelihood Ratio	2.225	1	0.136
Fisher's Exact Test			0.553
Linear-by-linear Association	1.300	1	0.254

^a 2 cells (50%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 0.91

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

Da análise do quadro observamos que o valor do teste é de 1,338, com nível de significância de 0,247 pelo que não se rejeita a hipótese nula. Entretanto, como a nota de rodapé do quadro sinaliza que pelo menos 50% das células têm frequência esperada inferior a 5, neste caso, o teste Qui-Quadrado não pode ser aplicado com rigor. Alternativamente, aplicamos o teste de Fisher. A análise da significância 0,553 confirma os resultados no sentido da não rejeição da hipótese nula. Para proceder à análise do grau de associação entre as variáveis, aplicou-se o coeficiente V de Cramer cujo valor ($V=0,196$) indica que não existe associação entre as variáveis separação das funções Chairman e CEO e remuneração em função do desempenho da empresa.

5.2.4. Variáveis tamanho do conselho, independência da estrutura e volume de negócios

Analisa-se nesta secção as variáveis quantitativas: tamanho, independência da estrutura e volume de negócios, relacionadas entre si numa variável dicotómica (qualitativa), mediante realização de Teste t. O Teste t é um teste paramétrico que compara as médias de uma variável para dois grupos de modo a verificar da existência de diferenças entre eles. Neste caso aplicou-se o Test t procurando comparar o tamanho do conselho entre as empresas em que existe a separação das funções de Chairman e CEO e as empresas que não separam essas funções:

- Ho: As empresas que separam e as que não separam as funções advêm de população com o mesmo tamanho médio
- H1: As empresas não advêm de população com o mesmo tamanho médio

QUADRO 5.21. TAMANHO DO CONSELHO DAS EMPRESAS QUE SEPARAM E DAS QUE NÃO SEPARAM AS FUNÇÕES CHAIRMAN E CEO

T-test for Equity of Means	t	1.156
	df	33
	Sig.(2 -tailed)	0.256
	Mean difference	0.491
	Std.Error Difference	0.424
95% Confidence Interval of the difference	Lower	-0.373
	Upper	1.354

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

Da análise do quadro observa-se que o nível de significância é de 0,256, o que significa que há 25,6% de possibilidades de se observar uma diferença de médias se a hipótese nula for

verdadeira. Ou seja, 25,6% das vezes espera-se encontrar uma diferença entre as amostras (1 - separa Chairman/CEO; 2 - não separa) de 0,491 ou mais, quando as médias das duas populações são iguais. Com a diferença de 0,491 observada entre as empresas que separam e as que não separam as funções de Chairman e CEO e o nível de significância 0,256 aceita-se a hipótese nula que indica que os dois grupos (separa e não separa) são oriundos de população com o mesmo tamanho médio. O intervalo de confiança de 95% para a diferença das médias está compreendido entre - 0,373 e 1,354, pelo que inclui o zero, concluindo- igualmente, pela não rejeição da hipótese nula.

Seguidamente testamos mais duas variáveis, cujas hipóteses são:

- Ho: As variáveis tamanho do conselho e volume de negócios são independentes
- H1: Existe relação entre as variáveis

QUADRO 5.22. TAMANHO DO CONSELHO EM DIVERSOS GRUPOS E VOLUME DE NEGÓCIOS

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	2.867	2	1.434	1.299	.287
Within Groups	35.304	32	1.103		
Total	38.171	34			

Fonte: Dados da pesquisa (2009)

A hipótese nula afirma que o tamanho do conselho em diversos grupos, em função do volume de negócios, é o mesmo. A decisão de a hipótese nula ser rejeitada ou aceite, é tomada com base na comparação entre valores estimados de variabilidade entre grupos e dentro dos grupos. Se a variabilidade entre grupos for grande face à variabilidade dentro dos grupos rejeita-se a hipótese nula. Pelo quadro 5.22. verifica-se que a relação entre essas variabilidades é de 1,299 e o nível de significância é de 0,287, pelo que se conclui que apenas 28,7 vezes em 100, quando a hipótese nula é verdadeira, espera-se encontrar uma média igual ou superior ao valor obtido (1,299).

Procuramos com estas análises complementar as análises descritivas e verificar da independência e associação das variáveis estudadas. Das diversas análises efectuadas que compreendem as variáveis, tamanho do conselho, membros executivos, volume de negócios,

independência da estrutura e tipo de remuneração, verifica-se que não existe dependência ou correlação entre elas, pelo que não podemos estimar o impacto que a alteração de uma variável terá em outra variável, ou afirmar com consistência as variáveis que determinam o perfil de governabilidade das sociedades anónimas em Cabo Verde.

5.3. Conformidade com as melhores práticas europeias

A empresa Heidrick & Struggles especialista em ‘*Corporate Governance*’, publicou em 2007 um relatório onde analisa as práticas de cerca de 300 empresas europeias, no qual considera que os melhores países em termos da governabilidade empresarial são o Reino Unido, a Holanda, a Suíça, a França e a Suécia, os quais têm vindo a melhorar o seu ‘*rating*’ de forma continuada. Com excepção da Espanha e da Alemanha todos os países registaram progressos consideráveis, sendo Portugal o país que mais progressos registou, uma vez que, numa pontuação máxima de 16, passou de 4.9 em 2001 para 13.2 em 2007, tendo atingido uma pontuação superior à de países como Bélgica, Espanha, Itália e Alemanha.

O desenvolvimento de Portugal em termos de governabilidade empresarial foi impulsionado pelo facto de o Código do Mercado de Valores Mobiliários ter publicado um conjunto de recomendações que tiveram o suporte do Instituto Português de Corporate Governance e pelas alterações introduzidas no Código das Sociedades Comerciais que estabelecem padrões a serem cumpridos. O efeito mais significativo foi ter diferenciado claramente o papel dos administradores executivos dos não executivos definindo que os primeiros executam e os segundos supervisionam.

O desenvolvimento que Cabo Verde tem vindo a registar, a sua integração na OMC, o estabelecimento da parceria especial com a União Europeia, o processo de privatização das empresas estatais e o interesse que o país tem vindo a despertar a investidores externos, justificam a comparação das práticas utilizadas em Cabo Verde com as boas práticas internacionais, pelo que, seguidamente apresentamos os resultados alcançados no nosso estudo e a sua conformidade com as melhores práticas europeias baseadas no relatório da Heidrick & Struggles (2007). Conforme demonstra o quadro 5.23., as práticas das empresas cabo-verdianas ainda divergem das práticas utilizadas pelas empresas europeias pelo que se confirma a nossa hipótese de partida.

QUADRO 5.23. CONFORMIDADE COM AS PRÁTICAS EUROPEIAS

	Parâmetro	Europa	C. Verde	Conformidade
1	Estrutura do Conselho	Estrutura monista, dualista (22% das empresas utilizam a estrutura dualista), híbrida	100% monista. O normativo cabo-verdiano só contempla esta estrutura	Não
2	Mandato do Conselho	A média de permanência dos membros dos conselhos europeus é de 3,2 anos, sendo a duração mínima de um ano e a máxima de seis anos.	A média de permanência dos membros do conselho é de 5,7 anos, sendo a duração mínima de 1 ano e a máxima de 27 anos.	Não
3	Tamanho do Conselho	A média do tamanho dos conselhos é de 12,8 membros	A média do tamanho dos conselhos é de 3,63 membros	Não
4	Independência dos administradores	As empresas europeias possuem 54% de administradores independentes	As empresas cabo-verdianas possuem 10% de administradores independentes	Não
5	Idade	A idade média dos administradores na Europa é de 59 anos e um mês	A intervalo das idades dos administradores em Cabo Verde é de 50 a 60 anos	Sim
6	Diversidade	Média de representatividade das mulheres nos conselhos 8,4%	Média de representatividade das mulheres nos conselhos 8%	Sim
7	Tipo de remuneração	Fixa e variável com diferenças significativas entre os países	Maioritariamente fixa	Não
8	Divulgação da remuneração	Com exceção de Portugal, Espanha e Itália a remuneração é divulgada	Não é divulgada	Não
9	Avaliação do Conselho	Em média 44% das empresas europeias procedem à avaliação do conselho	Em média 8,6% das empresas cabo-verdianas procedem à avaliação do conselho	Não
10	Comissões de Auditoria	Em média 98% das empresas europeias possuem comissão de auditoria	Em média 60% das empresas cabo-verdianas possuem comissão de auditoria	Não
11	Comissões de Remuneração	Em média 95% das empresas europeias possuem comissão de remuneração	Em média 20% das empresas cabo-verdianas possuem comissão de remuneração	Não
12	Comissões de Nomeação	Em média 80% das empresas europeias possuem comissão de nomeação	Em média 14,3% das empresas cabo-verdianas possuem comissão de nomeação	Não
13	Divulgação pública da informação	Divulgação de informação financeira e informação sobre os membros do conselho de administração	Não é norma	Não

6. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

6.1. Conclusões

O nosso estudo pretende contribuir para a compreensão e conhecimento do ‘Corporate Governance’ em Cabo Verde e suscitar o interesse pelo tema nos diversos sectores de actividade no país.

O trabalho foi desenvolvido a partir da análise das respostas dadas por 35 sociedades anónimas, as quais representam 45% do universo seleccionado. Para além das respostas obtidas através do questionário, acedemos aos sites das empresas e contactamos administradores, contabilistas e juristas para que pudéssemos validar os aspectos qualitativos do nosso estudo.

Antes de apresentar as conclusões do estudo, gostaríamos de enfatizar que a governabilidade das sociedades anónimas em Cabo Verde é impulsionada pelo Código das Sociedades Comerciais publicado em 1999, o qual, de acordo com o seu preâmbulo, visou: “dar resposta à premente necessidade de reformar a legislação comercial cabo-verdiana exigida pela evolução da economia do país e pela projectada inserção no espaço internacional de uma economia globalizada”, no entanto, o mesmo código caracteriza a estrutura empresarial de Cabo Verde do seguinte modo “ no plano interno, pode-se afirmar que Cabo Verde, em termos de estrutura comercial, é um pouco o reflexo do sábio, mas ultrapassado Código Comercial vigente desde 1888, individualista e liberal, que as transformações políticas associadas à independência nacional pouco ou nada alteraram. A grande maioria das empresas comerciais existentes são unipessoais. Até 1990, são relativamente escassas as sociedades por quotas e destas a maioria são familiares. E pouco menos que inexístiam as sociedades anónimas privadas”. Ou seja, apesar do esforço efectuado pelos diversos governos de Cabo Verde para a modernização da legislação e para uma boa governação do país, a nível empresarial o ‘*Corporate Governance*’ ainda não é uma prioridade, não existindo até então, uma entidade com a responsabilidade de avaliar a gestão das empresas e, conseqüentemente, não existem incentivos que promovam a adopção de boas práticas de ‘*Corporate Governance*’, o que justifica, a nosso ver, os resultados do estudo. Seguidamente apresentamos os aspectos que consideramos mais relevantes:

1. O sistema legal de Cabo Verde é o romanístico (*civil law*) onde há o predomínio da lei escrita sobre o costume e a jurisprudência. Segundo La Porta et al. (1998) a tradição legal é o principal factor de explicação para a estrutura de capital, a qual parece confirmada devido à correlação negativa existente entre a concentração de capital e a fraca protecção legal;
2. O modelo de governo das sociedades cabo-verdianas aproxima-se do sistema centrado nos bancos (modelo continental), caracterizado por uma forte concentração de capital; e uma protecção legal fraca (*Doing Business, 2009*). Verifica-se também que o mercado de capitais é pouco desenvolvido. A conjugação da tradição legal, da concentração de capital e da fraca protecção existentes em Cabo Verde parecem ir de encontro aos resultados dos estudos empíricos efectuados por La Porta et al. (1998);
3. A estrutura de governo das sociedades é monista conforme consagrado no Código das Sociedades Comerciais, não havendo uma separação clara entre a supervisão e a gestão das empresas. Apesar da maioria das empresas (77,1%) possuir uma estrutura independente, ou seja, separar as funções de Chairman e de CEO, a constituição de comissões executivas poderia, à semelhança do que acontece noutros países com a mesma estrutura, permitir uma separação mais clara entre quem supervisiona e quem executa;
4. Os conselhos de administração são, constituídos, em média, por 55% de administradores não executivos, destes, apenas 10% são independentes. Os conselhos são assim constituídos por administradores internos, afiliados e independentes como recomendado por Baysinger e Buttler (1995). Contudo, dada a estrutura de capital das empresas estudadas, constituídas por accionistas dominantes ou maioritários, a representação de administradores independentes poderia ser mais expressiva, favorecendo a tomada de decisão e a criação de valor;
5. O tamanho médio dos Conselhos é de 3,63, o qual como demonstrado não é determinado pela dimensão da empresa. O pequeno tamanho dos conselhos não facilita

a compensação dos poderes e a diversidade no seu seio, para além de um conselho com essa dimensão ter menor probabilidade de realizar o variado conjunto de papéis que é atribuído ao Conselho de Administração. Consideramos que o tamanho deveria ser ligeiramente maior mantendo-se, no entanto, suficientemente pequeno para permitir a efectividade do conselho, a coesão e uma boa participação e discussão entre os membros;

6. A remuneração dos órgãos de administração é, na sua grande maioria (88,6%), fixa, pelo que seria recomendável a introdução de uma remuneração variável baseada numa avaliação de desempenho que tivesse por base demonstrações financeiras fiáveis e uma adequada definição de objectivos;
7. A avaliação dos Conselhos de Administração não é efectuada em 91,4% das empresas, o que poderá justificar o facto da remuneração ser, maioritariamente, fixa. A introdução da avaliação anual do conselho poderá melhorar o entendimento sobre os processos, a cultura e a dinâmica da empresa para além de criar um campo de discussão e potencial mudança, o que favorecerá o desempenho e o crescimento da empresa;
8. Em média, 62,9% das empresas cabo-verdianas divulgam informações relacionadas com o relatório e contas, 14,3% das empresas divulgam outras informações sem especificar quais, e 14,3% das empresas não respondem à questão. A divulgação espontânea de informação sobre os padrões de governabilidade e do desempenho ético e ambiental das empresas daria um importante contributo para o conhecimento público das suas actividades, aumentando a sua reputação e a confiança no mercado, com benefícios para as empresas e para a economia do país;
9. As comissões especializadas: auditoria, remuneração e nomeação, ainda não são uma prática na maioria das empresas cabo-verdianas. No entanto, a comissão de auditoria é a mais frequente, apesar dos membros não serem independentes. Seria aconselhável o alargamento da prática de criação de comissões especializadas com competências em matérias onde, potencialmente, existem conflitos de interesse como na nomeação de administradores e gestores, nas políticas de remuneração e de controlo societário;

Os resultados das análises efectuadas validam a hipótese do nosso estudo de que as sociedades anónimas em Cabo Verde ainda não utilizam as práticas normalmente aceites como *Best Practices* do Governo das Sociedades. No entanto, e uma vez que não existem modelos únicos e adequados a todos os contextos, as sociedades anónimas cabo-verdianas ao invés de pretenderem imitar um modelo específico, devem com base numa análise e discussão contínuas – o governo das sociedades é um processo dinâmico, não é um estado - adoptar uma política de governo de sociedades que:

- procure garantir a transparência e a confiança,
- assegure a defesa dos interesses dos accionistas e dos outros ‘stakeholders’,
- responsabilize os gestores pelo incumprimento dos objectivos e pelos incumprimentos da lei
- contribua para a melhoria do desempenho da empresa e da economia no seu todo
- esteja conforme com os padrões internacionais e,
- seja ajustada à realidade cabo-verdiana.

Os resultados do estudo relevam que existe um enorme caminho a percorrer para a melhoria das práticas de governo das sociedades em Cabo Verde. Apesar da importância do tema, a literatura teórica e os trabalhos empíricos no país são ainda muito escassos, existindo, portanto, um enorme campo de investigação. Trabalhos futuros poderão, nomeadamente, procurar responder às seguintes questões:

- Que mecanismos devem ser adoptados pelas empresas cabo-verdianas que permitam minimizar a fraca protecção legal e reduzir o custo de captação de capital?
- Quais os factores que determinam a dimensão e a composição dos conselhos de administração das empresas cabo-verdianas?
- Quais as razões subjacentes à fraca divulgação da informação sobre o governo das sociedades?
- Como a composição do conselho afecta a execução das suas funções?
- Qual é a relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das empresas cabo-verdianas?

- Como determinar uma adequada estrutura do governo das sociedades? Através de mecanismos tidos como minimizadores dos problemas de agência, ou ao invés, procurar desenvolver estruturas óptimas baseadas nas características da empresa: ciclo de vida, posicionamento competitivo, sector de actividade, e baseadas em princípios da transparência, objectividade, confiança, honestidade e prudência?

6.2. Recomendações

Apesar das dificuldades encontradas na obtenção de respostas por parte das empresas, conseguimos informações que nos permitem caracterizar o governo das sociedades cabo-verdianas e verificar da sua conformidade com as melhores práticas europeias. Atendendo às significativas diferenças encontradas, e com o objectivo de contribuir para a melhoria das práticas utilizadas, apresentamos algumas recomendações que, a nosso ver, poderão aumentar a confiança dos investidores e a qualidade de governabilidade das empresas cabo-verdianas, e garantir a maximização do seu valor.

Assim, as nossas recomendações vão no sentido da:

- Promoção de discussões alargadas obre o tema pela comunidade académica e empresarial (Câmaras de Comércio, Associações Comerciais, outras);
- Criação de um Código de Governo das Sociedades em resultado das discussões alargadas havidas e em parceria com a Bolsa de Valores;
- Actualização do Código das Sociedades Comerciais por forma a clarificar as funções de supervisão e de gestão e promoção da constituição de comissões especializadas e da transparência da informação;
- Fomento da existência no seio das empresas de defensores do governo das sociedades que promovam a análise e discussão do tema;
- Assumpção por cada empresa do desafio de procurar o modelo que melhor se adapte às suas características específicas;
- Divulgação espontânea de informações que permitam ao mercado avaliar adequadamente o desempenho e o governo das empresas, aumentando a credibilidade perante o mercado e a comunidade onde desenvolvem as suas actividades.

“As organizações têm de ser capazes de desenvolver e implementar as suas próprias vantagens competitivas, de atrair capital, reunir e alocar recursos com esse objectivo, e ao mesmo tempo ir de encontro às expectativas dos accionistas, empregados, fornecedores, credores, clientes, comunidade e sociedade no seu todo.” (António, 2007 pp.111)

BIBLIOGRAFIA

Agrawal, A. e C.R. Knoeber (1996), Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-397.

Allen, F. e D. Gale (2000), *Comparing financial systems*, 1.ed. Cambridge MA: MIT Press.

Antonio, Nelson S. (2003), *Estratégia Organizacional: Do posicionamento ao Movimento*. Lisboa: Edições Sílabo.

Antonio, Nelson S. (2007). Stakeholders' Theory and corporate social in China, *Euro Asia Journal of Management*, Issue 34, 17(2), 109-121.

Baysinger, B.D.e H.N. Butler (1995), Corporate Governance and the Board of Directors: performance effects of change in board composition, *Journal of Law, Economics and Organization*, 1, 101-124.

Becht, M., P. Bolton e A.A. Roell (2002), Corporate Governance and Control, *ECGI-Finance Working Paper n°02/2002* updated 2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cmf?abstract_id=343461

Bhagat, S. e B. Black (1997), *Independent Directors*. The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law, Peter Newman, ed., 2, 283-287.

Bhagat, S. e B. Black (1999), The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, *Business Lawyer*, 54, 921-963.

Berle, A.A e G.C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, 4th printing, New Brunswick, New Jersey, USA: Transaction Publisher.

Blair, M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for The Twenty-First Century*, The Brookings Institution

Boyd, B.B. (1995). Ceo Duality and Firm Performance: A Contingency Model, *Strategic Management Journal*, 16,301-312.

Brammer, S., A.Millington e S. Pavelin (2007), Gender and Ethnic Diversity Among UK Corporate Boards, *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 393-403

Cadbury, Adrian, 2000. Speech made in Global Corporate Governance Forum, *World Bank*, from <http://www.gcgf.org/>.

Campbell, K. e A. Minguez-Vera (2007), Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance, *Journal of Business Ethics*, 83,435-451.

Cape Verde Poverty Reduction Strategy Paper , *IMF Country Report no. 5/135*

Charreaux, G. (1997), *Le Gouvernement des Entreprises :corporate governance, théories et faits*, Recherche en Gestion, Paris : Ed. Economica

Charreaux, G. (2004), Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux, *Cahiers du Fargo*, Leg, Université

Chiang, Hsiang-Tsai (2005), An Empirical Study of Corporate Governance and Performance, *Journal of American Academy of Business*, 6(1), 95-101.

Cochran, P.L., R.A. Wood e T.B. Jones (1985), The Composition of Boards of Directors and Incidence of Golden Parachutes, *Academy of Management Journal*, 28, 664.

The Combined Code on Corporate Governance, June 2008. Financial Reporting Council

Conger, J.A., D. Finegold e E., Lawler (1998), Appraising Board Room Performance, *Harvard Business Review*, 76, 136-148.

Dahya, J, Orlin Dimitrov e John McConnell (2006), Dominant Shareholders, Corporate Boards and Corporate Value: a Cross-Country Analysis, *Working Paper, no.99/2005*, European Corporate Governance Institute.

Decreto Lei nº 3/99 de 29 de Março. Código das Sociedades Comerciais.

Decreto Lei nº 3/2008 de 21 de Janeiro. Classificação das Actividades Económicas de Cabo Verde – CAE-CV.

Doing Business (2009), The International Bank for Reconstruction and Development/ The World Bank, <http://www.doingbusiness.org/map>, acedido em 17/05/09.

Earley, P.C. e E. Mosakowski (2000), Creating Hydrid Team Cultures: An Empirical Test of Transnational Team Functioning, *Academy of Management Journal*, 43, 26-49.

Eisenberg, T. , S. Sundgren e M. Wells (1998), Larger Board Size and decreasing firm value in small firms, *Journal of Financial Economiques*, 48 (1), 35-54.

Fama, E.F. e M.C. Jensen (1983a), Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 26(2):301-325.

Felo, A.J. (2009), Voluntary Disclosure Transparency, Board Independence and Expertise, and CEO Duality. *Working paper*, The Pennsylvania State University, Great Valley, USA, <http://www.ssrn.com/abstract=1373942>

Gilson, R.J.e R. Krakman (1991), Reinventing the outside director: an agenda for institutional investors, *Stanford Law Review*, 43, 863-906.

Gomez, Pierre-Yves (1996), *Le Gouvernement de L'Entreprise : Modèles Économiques de l'entreprise et Pratiques de Gestion*, Paris : InterEditions

Gomez, Pierre-Yves (2001), *La République des Actionnaires : Le Gouvernement des Entreprises, entre Démocratie et Démagogie*, Paris : Syros.

Gomez, Pierre-Yves (2003a), Crise du Gouvernement des Entreprises : qui est responsable, *Echanges*, 201 (7) :16-17.

Grossman, S e O. Hart (1986), The Costs and Benefits of Ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*, 94, 691-719.

Hart, Olivier (1995). Corporate Governance: Some theory and implications, *Economic Journal*, 105 (May) : 678-689.

Hart, O. e J. Moore (1990), Property Rights and the Nature of the Firm, *Journal of Political Economy*, 98 (6), 1119-1158.

Heidrick & Struggles, 2007. Raising the Bar – Corporate Governance in Europe, Heidrick & Struggles International Inc.

Hermalin, B.E. e M.S. Wersbach (2007), Transparency and Corporate Governance. *Working paper*, University of California at Berkely, USA, [www.http://ssrn.com/abstract=958628](http://ssrn.com/abstract=958628)

Hermalin, B.E.e M.S. Wersbach (2008), Information Disclosure and Corporate Governance. *Working paper*, Fisher College of Business, <http://www.ssrn.com/abstract=1082513>

Jensen, Michael C. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit, and Failure of Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48:831-880.

Jensen, M.C. e W.H. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4):305-360.

Kiel, G.C.e G.J. Nicholson (2005), Evaluating Boards and Directors, *Corporate Governance – An International Review*, 13: 613-631.

La Porta, R., F.L. Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1998), Law And Finance, *Journal of Political Economy*, 106 (6): 1113-1155.

La Porta, R., F.L. Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (1999), Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54 (2): 471-518.

La Porta, R., F.L. Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (2000), Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.

La Porta, R., F.L. Silanes, A. Shleifer e R. Vishny (2002), Investor Protection and Corporate Valuation, *Journal of Finance* 57(3), 1147-1170.

Lau, D.C. e J.K.Murningham (1998), Demographic Diversity and Faultlines: The Compositional Dynamics of Organizational Groups, *Academy of Management Review*, 23, 325-340.

Lei nº 52/V/98 de 11 de Maio – Código do Mercado de Valores Mobiliários

Leite, Zenaida (2008), *O papel das demonstrações financeiras na Corporate Governance: O caso da Cabo Verde Telecom*, Dissertação de Mestrado, ISCTE

Long, T. (2006), This Year's Model: influences on board and direction evaluation. *Corporate Governance- An International Review*, 14 (6): 547-557

Lorsh, J.W. (1989), *Pawns or Potentates: The reality of America's Corporate Boards*. Harvard Business School Press, Boston MA

Monks, R.e N. Minow (2001), *Corporate Governance*, Blackwell Business, 2nd edition, Oxford.

Muth, M.M.e L. Donaldson (1998), Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach, *Corporate Governance: An International Review*, 6, 5-27.

National Association of Corporate Directors, 1994. The Blue Ribbon Commission Report on Performance Evaluation of CEOs, Boards and Directors. Washington: National Association of Corporate Directors.

Nachimias, C. F.e D. Nachimias (1996), *Research Methods in Social Sciences*, St. Martin's Press Inc.

OCDE (2004). Os princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, OCDE.

OCDE (2009). Business ethics and OCDE principles: What can be done to avoid another crisis? Remarks by Angel Gurría
http://www.oecd.org/document/27/0,3343,en_2649_37443_41973851_1_1_1_1,00.html

Oman, C., S. Fries e W. Buitter (2003), La Gouvernance d'entreprise dans les Pays en Développement, en *Transaction et les Economies Emergentes*, Centre de Développement de l'OCDE, Cahier de Politique Économique no.23, Paris.

Ordóñez, L., M.E. Schweitzer, A. D. Galinsky e M. H. Bazerman (2009), Goals Gone Wild : The Systematic Side Effects of Overprescribing Goal Setting, *Academy of Management Perspectives*, 6:16.

Peltier, F. (2004), La Corporate Governance au Secours des Conseils d'Administration, Sciences Economiques, Dunod.

Pistor, K., Y. Keinan, J.I. Kleinheisterkamp e M.D. West (2003), Innovation in Corporate Law, *Colombia Law and Economics Research*, Paper no. 321.

Portaria nº 28/99 de 14 de Junho. Montantes mínimos para efeitos de constituição de sociedades.

Ramos, Baltazar (2008), *Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Cabo-verdianas*, Dissertação de Mestrado, ISCTE.

Reis E., P. Melo, R. Andrade e Callapez. (2001), *Estatística Aplicada*, Vol.2, Edições Sílabo.

Rodrigues, J. (2008), *Corporate Governance: Uma Introdução*, Edições Pégano, Lda, Portugal

Roe, M.J. (1994), *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton: Princeton University Press.

Schmidt, D. (1999), Object et objectif du gouvernement d'entreprise. *Échanges*, 152 (2), 52-53.

Shleifer, A. e R.W. Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.

Shleifer, A. e R.W. Vishny (1997). A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

Toronto Stock Exchange, 1995. Where were the Directors? Guidelines for improved Corporate Governance. Toronto. Toronto Stock Exchange.

Van der Berghe, L.A e A. Levräu (2004), Evaluating Boards of Directors: What constitutes a good corporate board?, *Corporate Governance: An International Review*, 12 (4): 461-478.

Vienot Committee, 1995. The Boards of Directors of Listed Companies (Vienot Report). Paris: CNPF-AFEP.

Weidenbaum, M.L.(1986), Updating the corporate board, *Journal of Business Strategy*, 77-83.

Williams, K. e C. O'Reilly (1998), Forty Years of Diversity Research: A Review, in B.M. Staw and L.L. Cummings (eds.), *Research in Organizational Behavior* (JAI Press, Greenwich, CT), 77-140.

Yermack, D. (1996), Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 185-212.

D. Comissões

10. A empresa possui comissões de :

Remuneração	Sim	Não
Auditoria	Sim	Não
Nomeação	Sim	Não

Se sim, os membros são: internos externos

D. Remuneração

11. A remuneração dos membros do CA está sujeita à aprovação dos accionistas?

Sim Não

12. A remuneração do CEO está sujeito à aprovação dos accionistas?

Sim Não

13. A remuneração dos membros do CA, em particular dos que exercem funções de gestão corrente, depende dos resultados da Sociedade?

Sim Não

Caso afirmativo, em que percentagem da remuneração total?

E. Avaliação

14. Os membros do Conselho de Administração são avaliados anualmente?

Sim Não

Caso afirmativo, como se processa a avaliação?

Quem faz? Qual o método?

Consultor Externo Entrevista

Presidente do Conselho Questionário

Outros (indique quais) Ambos

F. Estrutura da Capital/Perfil do Accionista

15. A vossa empresa é constituído por quantos accionistas?

Desses accionistas, quantos possuem :

0 a 5% de acções?

6 a 10%?

11 a 20%?

21 a 30%?

31 a 40%?

41 a 50%?

+50 % das acções?

16. Desses accionistas qual é a percentagem de acções detidas por:

Instituições nacionais

Instituições estrangeiras

Individuais

G. Votação em Assembleias Gerais

17. É possível votar sem estar na Assembleia?

Sim Não

Por um representante
Por correspondência
Por internet

18. Como se processa a votação?

Uma acção/Um voto
Conjunto de acções/um voto?
Caso seja utilizado um conjunto de acções/um voto, quantas acções constituem o conjunto?

A. Divulgação da Informação

19. A divulgação da informação a accionistas e ao público em geral é feita através:

Internet
Gabinete de Comunicação
Outros

20. Quais são as informações disponibilizados?

Relatório e Contas Anuais
Estatutos
Dados sobre os membros dos órgãos sociais
Outras _____

B. Identificação Geral da Empresa

21. CAE (5 dígitos)

22. Número de trabalhadores :

Menos de 3
Menos de 12
Menos de 50
Mais de 50

23. Volume de Negócios

Até 5 milhões de CVE
Até 50 milhões de CVE
Até 150 milhões de CVE
Mais de 150 milhões de CVE

24. Qual a função que exerce na empresa?

Director Executivo (CEO)
Presidente do Conselho de Administração
CEO e PCA
Director
Outro

Qual _____

Muito obrigada pela colaboração