



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

**MESTRADO**  
**FINANÇAS (INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS)**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**GOVERNAÇÃO DE SOCIEDADES NO SECTOR PÚBLICO**  
**E PRIVADO: UMA ABORDAGEM FINANCEIRA,**  
**ESTRUTURAL E REMUNERATÓRIA**

**JOÃO PAULO JACINTO RAMOS**

**Agosto-2012**



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

**MESTRADO**  
**FINANÇAS (INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS)**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO DE MESTRADO**

**GOVERNAÇÃO DE SOCIEDADES NO SECTOR PÚBLICO**  
**E PRIVADO: UMA ABORDAGEM FINANCEIRA,**  
**ESTRUTURAL E REMUNERATÓRIA**

**JOÃO PAULO JACINTO RAMOS**

**ORIENTAÇÃO:**

**TELMO FRANCISCO SALVADOR VIEIRA**

**Agosto-2012**

## **Lista de Acrónimos**

**BCP** – Banco Comercial Português

**PCA** – Presidente do Conselho de Administração

**CA** - Conselho de Administração

**OLS** – *Ordinary Least Squares*

**MMQ** – Método dos Mínimos Quadrados

**SEE** – Sector Empresarial do Estado

**CMVM** - Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários

**OCDE** – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

**CEO** – *Chief Executive Officer*

**CFO** - *Chief Financial Officer*

**ROC** – Revisor Oficial de Contas

**EDP** – Electricidade de Portugal

**BPN** – Banco Português de Negócios

**INCM** – Imprensa Nacional Casa da Moeda

**PT** – Portugal Telecom

**ROE** – *Return on Equity*

**ROA** – *Return on Asset*

## Resumo

Este trabalho tem como objectivo proceder a uma análise em torno da questão do governo das sociedades, mais concretamente das empresas privadas e, também, as empresas públicas ou com participação pública. Motivada a temática devido à importância do *Corporate Governance*, principalmente após os escândalos societários ocorridos com diversas empresas ao longo do século XX, ir-se-á comparar as governações privadas e públicas, em virtude do imperativo de uma cada vez maior necessidade de competitividade das empresas públicas e, assim, de práticas de remuneração mais próximas das sociedades de índole privada que permitam atrair e reter bons profissionais. Assim sendo, a presente oportunidade de investigação irá proceder ao escrutínio sobre hipotéticas diferenças na governação de sociedades públicas e públicas. Para tal, ir-se-á analisar uma amostra composta por 20 sociedades privadas e 20 sociedades públicas, com base nos critérios de presença em bolsa de valores e de maior activo, respectivamente. Para tal estudo empírico, abordar-se-ão um conjunto alargado de métricas, desde a dimensão e desempenho das organizações, até à alavancagem das mesmas, passando, invariavelmente, pela discussão em torno da estrutura e características do conselho de administração e pelas práticas de remuneração. A análise estatística parece demonstrar a existência de diferenças significativas entre os tipos de sociedades, principalmente quando se aborda a questão das práticas ou políticas remuneratórias.

**Palavras-Chave:** *Corporate Governance*, Governação de sociedades privadas; Governação de sociedades públicas, Órgão de administração, Práticas remuneratórias, PSI-20, Sector Empresarial do Estado.

## **Abstract**

This research pretends to carry out an objective analysis concerning the issue of corporate governance, comprehending the privately owned companies and State owned companies. Motivated due to the importance of Corporate Governance thematic, especially after the corporate scandals that took place in several companies throughout the twentieth century, it will be compared the private and public, under the imperative of increasing competition from companies including public thus, the compensation practices closer to the privately organized companies. Therefore, this research opportunity will proceed to vote on hypothetical differences in the governance of public companies and private. To do this, it is analysed a sample of 20 private companies and 20 public companies, based on the criteria of presence in the stock market and highest total assets, respectively. This empirical study will be address a broad set of metrics, comprehending the size and performance of organizations, leverage and specially addressing the discussion on the structure and characteristics of the Board and the remuneration practices. The statistical analysis seems to demonstrate the existence of significant differences between the types of companies, especially when dealing with the issue of remuneration policies and practices.

**Key-words:** Corporate Governance, Privately Owned Companies, State Owned Companies, Board of administration, remuneration practices, PSI-20, State Enterprise Sector.

## **Agradecimentos**

Este espaço é dedicado a todos aqueles que contribuíram para a realização desta dissertação. A todos deixo aqui o meu especial e sincero agradecimento.

Primeiramente quero agradecer ao meu orientador, Professor Dr<sup>o</sup> Telmo Vieira a disponibilidade com que sempre me recebeu e a forma como orientou o meu trabalho ao longo deste período. Todos os seus conselhos, críticas e correcções foram essenciais para a conclusão desta dissertação.

Quero também deixar um especial agradecimento à Professora Doutora Isabel Proença pelo apoio prestado no desenvolvimento do estudo estatístico realizado ao longo da dissertação.

À minha Mãe, por toda a compreensão e apoio que sempre teve comigo ao longo de todo o meu percurso académico.

A toda a minha família, em especial Pai, Avó e Irmãos pela forma como me inculcaram a alegria de viver e a confiança necessária para realizar os meus sonhos e alcançar os meus objectivos.

Agradeço também a Analena Grun, uma pessoa muito especial que sempre me apoiou e esteve presente em todos os momentos.

A todos os meus colegas e amigos que sempre me incentivaram e marcaram o meu percurso académico, em especial ao meu grande amigo Mário Fernandes, um muito obrigado!

Por fim, gostaria ainda de agradecer às entidades que prontamente se disponibilizaram para me ajudar e fornecer toda a informação necessária para a realização deste estudo, nomeadamente ao Instituto Português do Corporate Governance, à TAP, CGD, CTT, Carris, Inapa, Transtejo e Águas de Portugal.

## **Filosofia de Investigação**

A presente oportunidade de investigação, apresentada após o processo de revisão de literatura sobre a temática da Governança de Sociedades, tem como principal filosofia de investigação o método hipotético-dedutivo. Este método baseia-se em vários processos, segundo os quais, após a observação e informações preliminares da temática, se destaca a fase de formulação das hipóteses em escrutínio, deixadas em aberto na questão de investigação, o que permitirá proceder ao recurso de métodos de coleção e análise de dados, com o objectivo de resposta às questões colocadas em aberto.

Para tal, ir-se-á recorrer à aplicação estatística, mais concretamente aos métodos dos testes de hipóteses, após as formulações das hipóteses em escrutínio. Neste domínio, o recurso aos métodos paramétricos será preponderante para o apuramento das hipóteses consideradas, sendo que considerar-se-ão, também, os métodos não paramétricos com o objectivo de confirmação dos resultados verificados primeiramente. Baseando-se a investigação nesta filosofia, por fim, ter-se-á a dedução e análise dos resultados, enquadrando-os na temática analisada.

# Índice Geral

<b>1. Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Revisão de Literatura .....</b>	<b>4</b>
2.1 Governo das Sociedades .....	4
2.1.1 Corporate Governance.....	4
2.1.2 Teoria de agência .....	5
2.1.3 Concentração de Propriedade.....	7
2.1.4 Governança nas entidades públicas.....	8
2.2- Financial Reporting Council.....	9
2.3-Tipos de Modelos de Corporate Governance .....	11
2.3.1-Modelo Monista.....	11
2.3.1.1-Modelo Latino.....	12
2.3.1.2-Modelo Anglo-saxónico.....	12
2.3.2-Modelo Dualista.....	13
<b>3. Estudo Empírico .....</b>	<b>16</b>
3.1. Metodologia .....	16
3.2. Descrição dos métodos e metodologias .....	18
3.2.1. Métodos paramétricos .....	18
3.2.2. Métodos não paramétricos .....	18
3.3. Dados e aplicação .....	20
3.4.Análise e Discussão dos Resultados .....	25
<b>4. Conclusões, limitações e sugestões para futuras investigações.....</b>	<b>33</b>
4.1. Conclusões .....	33
4.2. Limitações.....	34
4.3. Sugestões para futuras investigações .....	35
<b>5. Referências Bibliográficas .....</b>	<b>36</b>
<b>6. Anexos.....</b>	<b>41</b>

## Índice de Figuras

Figura 1: Histograma, em frequência, da remuneração média do presidente do conselho de administração das sociedades de capital público e privadas.....28

Figura 2: Histograma, em frequência, da remuneração média individual dos executivos das sociedades de capital público e privadas.....29

Figura 3: Histograma, em frequência, da remuneração média individual do conselho de administração das sociedades de capital público e privadas.....30

## Índice de Tabelas

Tabela 1: Aplicação da análise estatística: testes e hipóteses estatísticas.....24

Tabela 2: Principal análise de natureza descritiva das variáveis em estudo.....26

Tabela 3: Resultados dos testes estatísticos e suas respectivas conclusões.....27

## Índice de Anexos

Anexo 1: Diagrama de Venn – Relação entre o Principal e o Agente.....	41
Anexo 2: Esquema do modelo Monista Latino.....	41
Anexo 3: Esquema do modelo Monista “Anglo-Saxónico”.....	41
Anexo 4: Esquema do modelo Dualista.....	42
Anexo 5: Teste paramétrico à igualdade de médias para o ROA das sociedades.....	42
Anexo 6: Teste paramétrico à igualdade de médias para o ROE das sociedades.....	43
Anexo 7: Teste paramétrico à igualdade de médias para a dimensão do CA das sociedades.....	43
Anexo 8: Teste paramétrico à igualdade de médias para o género dos CA das sociedades.....	44
Anexo 9: Teste paramétrico à igualdade de médias para a idade do CA das sociedades.....	44
Anexo 10: Teste paramétrico à igualdade de médias dos estrangeiros nos CA das sociedades.....	45
Anexo 11: Teste paramétrico à igualdade de médias para a idade dos PCA das sociedades.....	45

Anexo 12: Teste paramétrico à igualdade de médias para o género dos PCA das sociedades.....	46
Anexo 13: Teste paramétrico à igualdade de médias dos PCA estrangeiros das sociedades.....	46
Anexo 14: Teste paramétrico à igualdade de médias para a idade dos executivos das sociedades.....	47
Anexo 15: Teste paramétrico à igualdade de médias para o género dos executivos das sociedades.....	47
Anexo 16: Teste paramétrico à igualdade de médias para os membros independentes das sociedades.....	48
Anexo 17: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração média individual do CA das sociedades.....	48
Anexo 18: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração fixa média do CA das sociedades.....	49
Anexo 19: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração média variável do CA das sociedades.....	49
Anexo 20: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração média do PCA das sociedades.....	50
Anexo 21: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração média individual dos executivos das sociedades.....	50

Anexo 22: Teste paramétrico à igualdade de médias para as comissões de auditoria das sociedades.....	51
Anexo 23: Teste paramétrico à igualdade de médias para as comissões de remunerações das sociedades.....	51
Anexo 24: Teste paramétrico à igualdade de médias para as comissões de nomeações das sociedades.....	52
Anexo 25: Teste paramétrico à igualdade de médias para o rácio <i>Debt-to-Equity</i> das sociedades.....	52
Anexo 26: Teste paramétrico à igualdade de médias para o rácio de endividamento das sociedades.....	53
Anexo 27: Teste paramétrico à igualdade de médias para o rácio de endividamento de MLP das sociedades.....	53
Anexo 28: Modelo de regressão linear múltipla para a remuneração média individual do conselho de administração para as sociedades privadas.....	54
Anexo 29: Modelo de regressão linear múltipla para a remuneração média individual do conselho de administração para as sociedades públicas.....	54
Anexo 30: Amostra seleccionada de sociedades públicas e privadas.....	55
Anexo 31: Principais diferenças nas características dos modelos One Tier e Double Tier.....	55

## 1. Introdução

Com início do debate científico verificado no ano de 1932, com base na investigação desenvolvida por Berle e Means, intitulada “*The modern Corporation and private Property*”<sup>1</sup>, devido à grande crise financeira, que veio a desencadear a Grande Depressão dos anos 30, surgiram os principais desenvolvimentos em torno do Corporate Governance. De várias definições possíveis para o conceito, sublinhe-se a de Adrian Cadbury (2000), em que este entende o Corporate Governance como a “*Relação com a manutenção do equilíbrio entre os objectivos económicos e sociais assim como entre os objectivos individuais e da comunidade onde se insere a organização. O objectivo é, assim, alinhar tanto quanto possível os interesses dos indivíduos, das organizações e da sociedade*”. Note-se, ainda, que ao longo do século XX verificaram-se inúmeros escândalos societários em várias organizações, como a WorldCom ou Parmalat. Assim sendo, a motivação em torno da presente oportunidade de investigação prende-se com a importância da governação das sociedades, quer de índole privada, quer de natureza pública ou participação pública e, em especial a análise de hipotéticas diferenças entre ambas as governações destas sociedades. Relativamente à estrutura desta investigação, no segundo capítulo apresentar-se-á a filosofia de investigação. No terceiro capítulo, é efectuada a revisão de literatura sobre vários tópicos sobre a governação de sociedades. Por um lado, numa fase inicial desta mesma revisão, será introduzido o conceito de *Corporate Governance*, onde se apresentará uma breve compilação das principais definições sobre governação de sociedades e, ainda assim, as várias perspectivas sobre a governação empresarial. Uma das questões mais pertinentes prende-se com a gestão em torno do conflito de interesses, sobre a qual se debruça, entre outras questões relevantes, a teoria da agência. A importância dos estudos desenvolvidos por Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983) será sublinhada, dada a difícil unanimidade face à resposta às questões levantadas pela teoria da agência, principalmente por se verificar que accionistas e gestores apresentam funções de utilidade distintas. Esta questão levará, directamente, a um segundo tópico tradicionalmente abordado em investigações sobre o governo societário, a concentração de propriedade. Nesta matéria, a ênfase é colocada num cenário em que, tendencialmente, os conflitos de interesse intensificam-se

---

<sup>1</sup> Esse estudo, inovador, chegou inclusivamente a dar origem ao Securities Act e ao Securities Exchange Act, em 1933 e 1934, respectivamente.

com uma maior separação entre propriedade e controlo, havendo lugar para a discussão de várias perspectivas. Estes assuntos societários também se levantam em sede de sociedades públicas. Note-se que, na maioria dos casos, as sociedades públicas são constituídas e actuam num regime concorrencial, conjuntamente com as sociedades privadas. Além do mais, estas mesmas exigências fazem ainda mais sentido nas sociedades públicas ou com participação pública, em virtude da transparência exigida, bem como das boas práticas de gestão societária, por parte dos contribuintes nacionais. Esta falta de transparência, por vezes verificada, levou à fundação do Financial Reporting Council em 1990, de modo a promover altos padrões de transparência na governabilidade empresarial, tal como a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) realiza face à realidade portuguesa. Por fim, em virtude de uma ampla discussão face às tipologias de modelos a serem adoptados, serão apresentados os principais modelos de governação, presentes na literatura sobre o tema, principalmente em torno dos modelos *One Tier* e *Double Tier*.

Por outro lado, no quarto capítulo, apresenta-se o estudo empírico. Este estudo tem como objectivo primordial responder às questões de investigação, definidas previamente. Este capítulo é composto por quatro secções: (i) metodologia; (ii) descrição dos métodos/modelos; (iii) dados e aplicação e, finalmente, (iii) análise e discussão dos resultados. Nesta matéria, ganharão especial ênfase dois métodos para a análise de hipotéticas diferenças entre a governação de sociedades públicas e privadas. Adoptou-se o método baseado nos testes de hipóteses paramétricos e, por outro lado, os testes de hipóteses não paramétricos. O recurso a estes métodos, com base nos testes de hipóteses, é justificado com base num dos pilares essenciais da estatística, a caracterização das populações, cujo acesso a informação se resume parcialmente a amostras. As regressões, por seu turno, serão importantes, também, devido ao imperativo de realização de modelos estatísticos que procurem analisar as variáveis que contribuem para a determinação salarial do Conselho de Administração (CA). Relativamente aos dados, que suportarão a aplicação do estudo empírico, estes serão apresentados de seguida. Estes representarão a amostra seleccionada, com base em critérios distintos para as sociedades com participação pública e as sociedades de natureza privada. Face às empresas associadas ao Sector Empresarial do Estado (SEE), a que denominaremos como empresas de participação pública, estas foram seleccionadas com base no critério de activo total mais elevado. O critério de selecção

em torno das sociedades privadas prende-se com a capitalização em bolsa, pelo que, neste cenário, a escolha recaiu sobre as sociedades cotadas no PSI-20. A aplicação dos dados procurará dar resposta a duas questões de investigação. Dada a necessidade de análise sobre hipotéticas diferenças, estatisticamente relevantes, entre sociedades públicas e sociedades privadas, os métodos dos testes de hipóteses, paramétricos e não paramétricos, forneceram uma boa alternativa para se analisar a veracidade das hipóteses formuladas relativamente aos valores de localização central das variáveis a analisar. Igualmente importante será a análise estatística sobre as práticas de remuneração destes dois tipos de sociedade. A elaboração dos modelos de regressão linear, com base na metodologia *Ordinary Least Squares (OLS)*, representará uma solução estatística para a identificação e análise das variáveis que contribuem, ou não, para a definição salarial dos Conselhos de Administração (CA). Por fim, no quinto capítulo, apresentar-se-ão as principais conclusões decorrentes da análise e discussão dos resultados. Para além das conclusões relevantes em torno das diferenças entre as sociedades públicas e privadas, bem como das diferenças relativas às práticas remuneratórias nestas, irá enunciar-se as limitações do estudo, visto que em alguns casos surgiu o imperativo de inclusão de pressupostos. A investigação terminará com as sugestões indicadas para investigação futura neste campo do *Corporate Governance* e sobre algumas temáticas mais específicas.

## 2. Revisão de Literatura

### 2.1 Governo das Sociedades

#### 2.1.1 Corporate Governance

A transição do século XX para o século XXI ficou manchada por contínuos escândalos financeiros, bem como a insolvência de empresas cotadas em bolsa, como por exemplo a Maxwell em 1991, a Enron em 2001, a Worldcom em 2002, a Swissair em 2002, e por fim a Parmalat em 2003. Consequentemente, os efeitos fizeram-se sentir não só ao nível da confiança dos consumidores, bem como dos mercados de capitais. Daqui surgiu a estrita necessidade de existência de medidas regulatórias, com o intuito de prevenir a repetição destes acontecimentos e restringir os efeitos dos escândalos financeiros e das falências das empresas. Assim sendo, nos dias de hoje, os temas ligados ao *Corporate Governance*, têm uma importância cada vez mais significativa na gestão e controlo das empresas. Deste modo, grandes questões como por exemplo, de que forma devem as empresa ser geridas, quem deve deter o poder de gestão nas empresas, como é que o poder da empresa deve lidar com os *Stakeholders*, ou quais os mecanismos de afectação do poder, controlo e responsabilidades dentro das empresas, são frequentemente colocadas. Para responder às questões enunciadas, a literatura é unânime, pois evidencia que a necessidade da existência do *Corporate Governance* está associada ao facto de que os interesses dos accionistas poderem ser significativamente diferentes dos interesses dos gestores, realçando não só a diferença, mas também as dificuldades decorrentes da separação entre propriedade e controlo das sociedades (Jensen e Meckling, 1976)), bem como entre players internos e externos. Esta diferença como poderemos verificar adiante está na base da denominada teoria da agência, e da relação entre o Principal (detentor de capital) e o Agente (gestor). Assim, algumas definições de *Corporate Governance* procuram responder a estas questões, porém é de realçar, que diversos autores apresentam diferentes definições do conceito, entre os quais se destacam:

- I. “ *O Corporate Governance é o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A estrutura da Corporate Governance especifica a distribuição dos direitos e das responsabilidades ao longo dos diferentes participantes na empresa - o conselho de administração, os gestores, os accionistas e outros intervenientes - e dita as regras e os procedimentos para*

*a tomada de decisões nas questões empresariais. Ao fazê-lo, fornece também a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objectivos e as formas de atingi-los e monitorizar a sua performance” (OCDE, 1999).*

- II. *“Corporate Governance deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment” (Shleifer and Vishny, 1997).*
- III. *“Corporate Governance refere-se ao sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e controladas.” (relatório Cadbury, 1992).*

Como se pôde verificar, existe uma enorme complexidade em definir o conceito do *Corporate Governance*, devido à sua abrangência. Contudo este conceito pode ser definido genericamente como a forma que as organizações operam e actuam, tanto internamente como externamente, nos mercados financeiros e no mercado em geral. Neste conceito devem estar implícitos os direitos e responsabilidades de todos os intervenientes na organização, ou seja, administradores, gestores, accionistas, entre outros. O objecto de estudo do *Corporate Governance* não é a empresa em si, mas sim os meios e métodos de governação das sociedades anónimas (Schmidt, 1999). Deste modo, podemos enunciar os principais objectivos desta temática, sendo estes garantir a integridade, o profissionalismo e a responsabilização da gestão, definir mecanismos de controlo interno de modo a estimular as boas práticas de gestão, predizer mecanismos adequados de transparência e de prestação de informação, bem como estatuir meios de supervisão que possam contribuir para a credibilização global do meio empresarial (OCDE, 2004).

### **2.1.2 Teoria de agência**

Tal como referido anteriormente, a definição do *Corporate Governance* é bastante complexa e por vezes não consensual. Contudo é unânime a existência de conflitos de interesses entre os accionistas e os gestores, ou seja, o denominado problema da agência, que segundo Jensen e Meckling (1976) e posteriormente Fama e Jensen (1983) resultam da separação da propriedade e da gestão das empresas. É de igual forma unânime que a resolução deste conflito não passa pela simples celebração de contractos completos entre as partes, devido à existência de incerteza, às assimetrias

de informação, e por fim aos elevados custos de transação (Hart, 1995). Assim sendo, “*a relação de agência existe quando uma entidade (o agente) actua em nome de outra (o principal), cada um deles com uma função de utilidade própria*” (Ross, 1973) e (Jensen e Meckling, 1976). Gomez (1996), defende que a relação de agência deriva de um contracto que retrata a delegação parcial dos direitos de propriedade. De acordo com este pressuposto, o principal atribui poderes de gestão ao agente, que por sua vez tem como objectivo principal zelar pela empresa recebendo em contrapartida uma remuneração pré-definida, tendo o principal direito aos resultados da actividade do gestor durante um determinado período de tempo. Contudo, e no contexto da teoria da agência, Ross (1973) defende que “*o interesse do principal será melhor servido quanto maior o esforço do agente, mas tal, em princípio é contrário aos interesses do agente.*” De acordo com Adolph Berle e Gardiner Means (1932), o conflito de interesses entre gestores e accionistas resulta sobretudo da elevada rotação de investidores na estrutura de propriedade das empresas devido à afluência dos mercados de capitais. Posteriormente, Fama e Jensen (1983) explicam que o conflito de interesses resulta da separação entre gestão e propriedade, uma vez que o gestor não acarreta directamente os efeitos económicos das suas decisões. Esta afirmação assenta no princípio da maximização da utilidade, isto é, o gestor pode ignorar os interesses dos accionistas em seu próprio proveito. Assim o gestor para maximizar a sua utilidade poderá exceder-se no uso do seu poder em prol de benefícios próprios, enquanto a maximização da utilidade do accionista passa pela optimização do desempenho da empresa (Shleifer e Vishny, 1997). O excesso de poder exercido pelo agente resulta das deficiências do contrato estabelecido com o principal, uma vez que segundo Jensen e Meckling (1976) seja impraticável a elaboração de um contrato completo a fim de eliminar o conflito entre as partes, dado o pressuposto da racionalidade limitada. Os mesmos autores estabelecem o conceito de “*custos de agência como as despesas inerentes à redefinição de contratos, das restrições, incentivos e punições tomadas para encorajar os gestores a agirem de acordo com os interesses dos accionistas*”, bem como identificam três tipos de custos de agência, sendo eles os (i) custos de monitorização, (ii) custos de ligação e (iii) custos residuais. Os custos que advêm da avaliação, observação e controlo por parte do principal são denominados custos de monitorização, enquanto os custos com vista a reduzir os conflitos de agência são designados por custos de ligação. Por fim, os custos residuais são originados pelos comportamentos oportunistas dos gestores e que levam à perda de riqueza por parte dos accionistas. Em qualquer actividade que

englobe esforços de cooperação entre dois ou mais agentes surgem os custos acima referidos (Jensen e Meckling, 1976), procurando a teoria da agência determinar o equilíbrio contratual que minimiza estes mesmos custos (Fama e Jensen, 1983). Importa também salientar que a separação entre a propriedade e a gestão gera uma assimetria de informação, uma vez que os gestores têm acesso não só a informação em maior quantidade, mas também informação privilegiada em relação aos accionistas sobre a actual e futura situação da empresa, gerando problemas como o risco moral e a selecção adversa.

### **2.1.3 Concentração de Propriedade**

Tal como analisado anteriormente, a teoria de agência dita que à medida que aumenta a separação entre propriedade e controlo, aumenta também o conflito entre gestores e accionistas. Deste modo, torna-se fundamental estudar a estrutura de propriedade na óptica da problemática da governação empresarial. Um factor determinante das práticas de governação é a presença de diferentes tipologias de investidores, como por exemplo o estado, ou as famílias. Assim, surge a necessidade de analisar o grau de concentração da propriedade e a identidade dos principais accionistas (Baudry, 2003). Segundo Mueller e Yun (1997), o grau de concentração da propriedade incide sobre a propriedade detida pelos gestores, e sobre a propriedade detida pelos investidores externos à empresa. Para caracterizar a identidade, Gugler (2004) defende que os accionistas são categorizados em indivíduos, institucionais, bancos, famílias e estado. Segundo um estudo de La Porta (1998) que analisa a concentração de propriedade/poder de voto em 27 países desenvolvidos e que incide sobre as empresas cotadas, conclui-se que são predominantes, cerca de 64%, as empresas com um accionista maioritário, sendo que as famílias são consideradas o accionista mais frequente seguindo-se o Estado. Ainda se pode concluir que existe um maior número de empresas de capital disperso nos países com uma eficaz protecção ao investidor. A presença de um accionista maioritário poderá apresentar desvantagens, entre as quais se podem identificar que os interesses do accionista maioritário podem diferir dos interesses dos restantes accionistas (Shleifer e Vishny, 1997; La Porta, 1999 e Bebchuk, 1999). Ainda para mais, tendo a maior concentração sobre o fluxo de caixa o accionista maioritário tem poder para nomear e destituir a administração da empresa em

seu próprio interesse, bem como isolar a empresa de uma possível aquisição hostil (Stulz, 1988). O pagamento de remunerações excessivas aos mesmos, a auto-nomeação para funções privilegiadas, bem como para os parentes do accionista maioritário são as diversas formas que o accionista pode expropriar o fluxo de caixa da empresa. Os accionistas podem também beneficiar da utilização dos activos da empresa como garantia em empréstimos em nome individual. Segundo Jensen e Meckling (1976) e Bebchuk (1999), há tendência para uma gestão com subinvestimentos, pois todos os accionistas suportam uma fracção dos custos de investimento. No entanto, também se identificam vantagens da presença de accionistas maioritários nas empresas. Segundo Shleifer e Vishny (1986) e Admati (1994), a presença dos mesmos permite reduzir os custos de agência. Deste modo, os accionistas com grande poder de voto podem ser estimulados a suportar custos de monitorização que ministrassem ganhos maiores do que os custos associados. Fama e Jensen (1983) advogam que, quanto maior a concentração de funções de direcção, controlo e tomada de risco, no mesmo agente, mais eficiente esta será. Assim sendo, conclui-se que será o grau de dispersão que irá determinar a maior ou menor eficiência da separação de funções. Esta relação entre dispersão e eficiência dependerá da complexidade ou dimensão das próprias organizações. Usualmente, a dispersão irá conduzir a uma maior liquidez, através do aumento de accionistas (Becht, 1999). Todavia, empiricamente, verifica-se que uma maior concentração de propriedade por parte da gestão reduz a liquidez. Isto acontece devido a uma maior propensão a transaccionar com um elemento insider (Becht et al., 2003).

#### **2.1.4 Governança nas entidades públicas**

Grande parte das empresas públicas operam no mercado nas mesmas condições que as empresas privadas, frequentemente em regime de concorrência. Assim, tal como no sector privado, no sector público surge a necessidade de adopção de códigos de bom governo, pois estes são necessários para garantir o interesse público, a criação de riqueza, a eficiência e transparência da gestão e a eficiente utilização dos recursos públicos (OCDE, 2005). Os conceitos de eficiência e de transparência no sector empresarial do estado tornam-se assim um ponto fulcral para todos os cidadãos e contribuintes, que deste modo, podem ser vistos como accionistas indirectos da

empresa, sendo que, por vezes, desempenham também o papel de destinatários finais da actividade principal da empresa. Nesta perspectiva, podem ainda relacionar-se com a empresa sob a forma de *stakeholder*, desenvolvendo uma relação intrínseca com a mesma. Assim, uma melhoria da actividade empresarial, bem como do aumento da transparência e confiança na empresa resultam dos padrões de exigência elevados e das informações relativas à empresa (OCDE, 2004). Tal como no sector privado, o sector empresarial do estado apresenta alguns problemas de Corporate Governance, por exemplo, (i) como deve o estado intervir enquanto accionista, (ii) como são representados os direitos dos restantes accionistas, (iii) como devem ser tomadas as decisões, (iv) quais os melhores modelos de administração e fiscalização, e por último, (v) quais os direitos e deveres dos gestores públicos. Os princípios da OCDE de *Corporate Governance* para as Empresas Públicas (2005) definem o sector empresarial do estado como sendo “*composto pelo conjunto das unidades produtivas do Estado, organizadas e geridas de forma empresarial, integrando as empresas públicas e as empresas participadas*”. O Corporate Governance no sector empresarial do estado apresenta ligeiras diferenças em relação ao sector privado, uma vez que o capital não se encontra tão disperso, porém existe uma crescente preocupação com a protecção dos demais accionistas, que devem ser protegidos e constantemente levados em conta. Neste caso particular, a separação entre os conceitos de controlo e de propriedade progridem de forma distinta, isto porque o Estado ao exercer o seu papel de accionista tem um maior leque de poderes em relação aos accionistas privados, que resultam essencialmente dos deveres de controlo e informação. Os princípios de bom governo elaborados pela OCDE para as empresas públicas (2005), têm como principal objectivo expandir os princípios de Corporate Governance não só ao sector empresarial do estado, mas também à própria relação que o Estado tem com as mesmas. Estes princípios visam assim, contribuir para uma maior transparência e eficiência na gestão das empresas que constituem o sector empresarial do estado.

## **2.2- Financial Reporting Council**

Tal como Barrett (1997), Stiglitz (1994) advoga que não existem diferenças significativas no comportamento organizacional entre o sector privado e o sector empresarial do Estado. Para tal Stiglitz (1994), apontou o caso específico das empresas

Texaco (privada), e da BP (Sector empresarial do Estado), reforçando assim a ideia da proximidade entre os modelos organizacionais. Deste modo surge o imperativo da aplicação dos normativos do Financial Reporting Council, devendo estes ser aplicados por ambos os sectores. O Financial Reporting Council surgiu em 1990, sendo composto por 25 membros, consagrando-se o aparecimento do mesmo aos escândalos financeiros que assombraram o início desta década. Os mesmos deveram-se sobretudo à inexistência de relatório financeiros fidedignos. Neste momento, o Financial Reporting Council é a entidade reguladora responsável por promover elevados padrões de Corporate Governance, difundidos pelo Mundo através do *Corporate Governance Code*, no qual se estabelecem modelos para os relatórios das empresas e práticas actuariais, bem como monitorizar e fazer cumprir as normas de contabilidade e auditoria (Ashimi et Kirk, 2008). Este normativo tem sofrido algumas modificações ao longo do tempo devido às constantes alterações do ambiente socioeconómico, tendo a última revisão sido feita em 2010, e que estabelece a (i) Liderança, a (ii) Eficácia, a (iii) Responsabilidade, a (iv) Remuneração e as (v) Relações com os Accionistas como aspectos fundamentais a serem respeitados tanto pelas empresas do sector privado, como pelas do sector empresarial do Estado. Assim, e em relação à Liderança o normativo estabelece que todas as empresas devem ser geridas por um quadro efectivo que seja responsável pelos resultados da mesma, existindo uma clara separação de funções na direcção entre gerir o quadro e as responsabilidades executivas. Ao nível da Eficácia, o código afirma que o quadro e os seus membros devem ser equilibrados no que diz respeito à distribuição de competências, independência e experiência de modo a permitir o desempenho das respectivas funções e responsabilidades de forma eficaz. A Responsabilidade consagrada no normativo implica que o quadro assuma responsabilidade pelos riscos que incorre para alcançar os seus objectivos estratégicos, sendo que para tal deve manter uma boa gestão dos riscos e adoptar sistemas de controlo interno eficientes. O Código explicita que os níveis das remunerações dos gestores devem ser adequados de forma a atrair, reter e motivar os gestores, porém, estas não devem ser excessivas. Grande parte destas deverá assumir a forma de recompensas resultantes do bom desempenho individual e colectivo. A determinação do nível de remunerações deve ainda respeitar uma metodologia clara e formalizada, devendo o gestor estar excluído deste processo, por forma a evitar conflitos de interesse. Porém, o Financial Reporting Council não influencia, de modo algum, o modelo de Corporate Governance a adoptar pelas sociedades.

## 2.3-Tipos de Modelos de Corporate Governance

A diferença existente entre os modelos de Corporate Governance utilizados nos diversos países não resulta da forma como os sistemas financeiros são usados para financiar as empresas, mas sim da forma como propriedade e controlo são organizadas nas mesmas (Franks e Mayer, 1996). Assim, uma vez que diferentes empresas exercem a sua actividade em contextos de negócios distintos, surge a necessidade da adopção de diversos modelos de Corporate Governance, sugerindo a literatura a existência de dois modelos principais, sendo eles o modelo monista e o modelo dualista.

### 2.3.1-Modelo Monista

Este modelo apresenta como características principais a delegação das responsabilidades de gestão e a dispersão do capital. Segundo Beche e Mayer (2001) e Blair (1995), este sistema possibilita a existência de um controlo efectivo feito através de acordos entre os accionistas, mas não via accionistas individualmente. Apesar da dispersão da estrutura accionista, da reduzida influência dos accionistas na gestão e da separação evidente entre propriedade e controlo, este modelo consagra a protecção dos accionistas minoritários, através da regulação sobre a divulgação da informação e *inside trading* (Jensen 1998; Franks e Mayer, 1996). Este é um modelo *One Tier*, sendo composto por um único órgão principal, sendo ele o conselho de administração. Segundo La Porta (1998) este é necessariamente constituído por administradores independentes não executivos, sendo que estes têm que, impreterivelmente, estar alinhados com os interesses de todos os accionistas e não só com os interesses dos accionistas maioritários. Um estudo elaborado por Coombs e Watson (2001) também advoga acerca da estrutura de independência do conselho de administração face aos accionistas maioritários. Por outro lado salienta-se que, dado o elevado número de membros não executivos (externos) neste tipo de modelo de governação, que fiscalizam os administradores executivos (internos), verifica-se uma monitorização menos activa por parte dos accionistas aos gestores (Bleicher and Paul,1986). Em matéria de remunerações, existe evidência para afirmar que os gestores tendem a ter duas componentes salariais, uma fixa e, por outro lado, uma variável de acordo com os resultados empresariais, mais especificamente face ao desempenho nos mercados

bolsistas, através de capitalizações. Justifica-se, portanto, a importância das comissões com membros externos e auditorias exteriores e, também, a importância de informações financeiras. (Hoshi, 1998 e Abowd e Bognanno, 1995). O modelo Anglo-saxónico que se enquadra dentro do Modelo Monista é maioritariamente adoptado em países como os EUA e o Reino Unido, e assenta no pressuposto de benefício próprio e de que os mercados descentralizados podem funcionar como auto-reguladores de forma equilibrada. Este é, portanto, um modelo orientado para a maximização do valor do accionista e para a maximização da rendibilidade e eficiência das organizações.

#### **2.3.1.1-Modelo Latino**

O modelo Monista Latino, pressupõe a existência de um único órgão de administração com funções de gestão e supervisão, é composto pela Assembleia Geral, Conselho de Administração e pelo Conselho Fiscal que por vezes pode ser substituído pela figura do Fiscal Único. Especificamente, o Modelo Monista Latino Reforçado vê ainda acrescido aos órgãos acima mencionados a figura do Revisor Oficial de Contas (ROC). Por outro lado, frequentemente, verifica-se a separação da gestão corrente das decisões de administração estratégica, criando no seio do Conselho de Administração uma comissão restrita de administradores executivos, denominada por Comissão Executiva. Essa mesma Comissão Executiva tem como principal função a gestão corrente da empresa, segundo os poderes que lhe tenham sido delegados pelo Conselho de Administração. Porém, é a Assembleia Geral que irá eleger o Conselho de Administração. Este último, tem como principais funções a aprovação das contas para submissão à Assembleia de Accionistas, bem como a aprovação da política estratégica e das decisões mais importantes no que respeita à sua concretização (Moerland,1995) (ver anexo 2).

#### **2.3.1.2-Modelo Anglo-saxónico**

O Modelo Anglo-saxónico, tal como o modelo Latino pressupõe a existência de um único órgão de administração com funções de gestão e supervisão, é composto pela Assembleia Geral, Fiscal Único e Conselho de Administração que por sua vez incorpora

uma Comissão de Auditoria e um ROC. Neste modelo, o principal pilar distintivo é, sem dúvida, a estrutura e o modo de funcionamento do Conselho de Administração. Trata-se de um modelo de poder unitário, uma vez que existe apenas um órgão de administração, sendo que os restantes órgãos são dependentes deste. Assim, o conselho de administração é constituído apenas por um órgão de gestão. Esta “não independência” de certos conselhos, como por exemplo o conselho de supervisão ou de remuneração, é um dos principais problemas deste modelo, visto que não protege de forma suficientemente eficaz os pequenos accionistas (Coombs e Watson, 2001). Este órgão é tipicamente integrado por dois tipos de administradores: Administradores internos e os Administradores externos. Os primeiros são normalmente administradores executivos e que fizeram carreira na empresa, nomeadamente os Chief Executive Officer (CEO) ou os Chief Financial Officer (CFO), ao passo que os segundos são não executivos e sem ligação à estrutura interna da empresa (Lorsch e MacIver, 1989) (ver anexo 3). Este modelo tem como premissa que os administradores externos tenham como funções principais tomar decisões estratégicas, aconselhar, fiscalizar e avaliar a actividade dos administradores executivos (Bleicher e Paul, 1986). Assim, a principal diferença deste modelo em relação ao Modelo Monista Latino, resume-se essencialmente na inclusão da Comissão de Auditoria, onde a maioria dos seus membros devem ser não executivos e independentes.

### **2.3.2-Modelo Dualista**

O Modelo Dualista, também designado de Modelo Continental, usualmente mais adoptado em países como a Alemanha e o Japão, tem por base os princípios de crescimento e estabilidade sustentada das organizações, dando uma maior relevância à continuidade no longo prazo das organizações de uma forma ordenada com os interesses não só de todos os accionistas, mas também de todos os *stakeholders*. Ao nível das entidades públicas importa realçar que todos os accionistas devem obter protecção equitativa, não podendo ser desfavorecidos os accionistas com menor peso institucional, que por isso não têm acesso à mesma informação. Charkham (1995) defende que nas empresas com a estrutura acima referida existe um entrave na liquidez e dimensão dos mercados de capitais, no entanto fortalecendo o grau de intervenção dos accionistas no controlo e fiscalização dos gestores. Deste modo, a monitorização da gestão e a

participação activa no processo de tomada de posse são frequentes neste modelo. O Conselho de Administração típico do modelo Continental é composto por estruturas supervisionadas por administradores (internos ou externos), onde os mesmos estão ligados aos principais accionistas, de tal forma que existe uma fiscalização recíproca entre os membros e a supervisão, avaliação e despedimento compete a outros órgãos institucionais. Gordon e Schmid (1996) e Prigge (1998) afirmam que os mecanismos de fiscalização neste modelo funcionam como um factor disciplinador, designadamente pelos credores e accionistas das organizações, exercendo assim um controlo sobre a gestão e influenciando as suas decisões. Segundo Hoshi (1998), ao nível da remuneração dos gestores neste modelo e comparativamente ao modelo Anglo-saxónico, a componente variável e a importância da performance em bolsa apresentam um peso inferior. O modelo Dualista, é maioritariamente adoptado em países como a Alemanha e o Japão, sendo reconhecido como um Modelo *Double Tier*, composto por dois órgãos principais, o Conselho Geral, e o Conselho de Supervisão.

O Modelo Dualista pressupõe a existência de dois órgãos de administração com funções de gestão e supervisão, sendo composto pela Assembleia Geral, Conselho Geral e de Supervisão, Conselho Executivo e ROC (Bleicher e Paul, 1986; Edwards e Fischer, 1994 e Kaplan, 1995).

Este modelo visa criar uma estrutura intermédia (conselho geral e de supervisão) que entre outras funções deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e dos accionistas a quem esses administradores se encontrem ligados. No que se refere ao conselho de administração em si, neste modelo existe uma separação de funções, sendo que as funções executivas e as funções de supervisão ou remuneração são independentes entre si, bem como o *Chairman* que é independente do CEO (Bleicher e Paul, 1986). É neste ponto que se verifica a grande mais-valia deste modelo em relação ao Monista. No entanto, a capacidade de fiscalizar e controlar os gestores executivos dependerá do grau de independência dos seus membros face a estes gestores e aos accionistas a quem eles se encontrem ligados. Assim, este modelo pressupõe uma maior separação entre os gestores e os detentores da propriedade, uma vez que os membros do Conselho Executivo não são directamente nomeados pela Assembleia Geral (ver anexo 4). O Conselho Geral de Supervisão tem poder para aprovação das contas anuais e da eleição e avaliação dos membros da direcção, bem como ainda tem alguma autoridade sobre as principais decisões de gestão

que necessitam do seu consentimento e aval, nomeadamente no que diz respeito às políticas estratégicas.

### **3. Estudo Empírico**

#### **3.1. Metodologia**

Posteriormente à revisão de literatura efectuada sobre os principais aspectos em torno da questão da governação das sociedades, quer públicas ou das sociedades com participação pública, quer privadas, ir-se-á descrever a metodologia adoptada para a realização do estudo empírico, que permite responder às questões de investigação do presente estudo. Neste sentido, note-se que a presente oportunidade de investigação procurará incidir sobre duas questões pertinentes na temática da governação das sociedades. Em primeiro lugar, tal como referido na introdução da investigação, procurar-se-á realizar uma análise em torno de hipotéticas diferenças entre a governação das sociedades públicas e das sociedades privadas. Esta questão a ser analisada terá por base o interesse no apuramento de eventuais diferenças nas práticas de governação, características das governações relativas a cada tipo de sociedade mencionada, existência de comissões específicas que facilitem a governabilidade empresarial. Finalmente, também se procurará verificar diferenças estatisticamente relevantes ao nível da dimensão e do desempenho destes dois tipos de sociedades. Por outro lado, igualmente importante, será a análise que será feita no sentido de se verificar hipotéticas diferenças em torno da questão das práticas salariais verificadas, quer ao nível do Presidente do Conselho de Administração (PCA), do próprio Conselho de Administração (CA) e, também, dos administradores executivos. Relativamente ao estudo empírico, de onde irá resultar o escrutínio das questões atrás mencionadas, este será direccionado para a realidade de governação das sociedades portuguesas. Para tal, foi recolhida uma amostra de 20 sociedades privadas e, por outro lado, 20 sociedades públicas ou com participação pública. Visto que estas sociedades não foram recolhidas com um critério aleatório, optou-se por proceder a uma selecção das sociedades com base, no caso das sociedades privadas, de estarem cotadas em bolsa de valores e, no caso das sociedades públicas e de participação pública, baseando-nos na dimensão do activo total. Face à proveniência desta informação, sublinhe-se que, tanto as sociedades privadas, como as sociedades públicas, apresentam compromissos legais e normativos de disponibilidade de informação financeira e, também, de governação das sociedades. Estas questões dos critérios, bem como da origem da informação para a investigação, serão detalhadas mais de seguida, aquando da aplicação dos dados segundo a

metodologia descrita. Em matéria de horizonte temporal da análise referida, note-se que se irá proceder à análise dos dois últimos mandatos para cada sociedade. A presença de informação relativa a dois mandatos é, por um lado, relativamente longa, visto reportar a 6 anos de governabilidade empresarial, sendo ainda importante referir que permite a duplicação de observações para cada variável adoptada, comparativamente à opção de um único mandato. Finalmente, tem-se a questão em torno da metodologia e dos métodos a serem aplicados. Relativamente à primeira questão atrás mencionada, a análise referida será efectuada com base em análise estatística. Para tal, ir-se-á recorrer de testes estatísticos adequados face aos dados obtidos, após a recolha da informação (financeira e de governação) necessária para tal. Contudo, para atribuir uma maior robustez estatística às conclusões a serem retiradas no final da investigação, adoptar-se-ão dois métodos distintos, mas que, do ponto de vista estatístico, procuram complementar-se e assim, reforçar as conclusões obtidas. Em primeiro lugar, recorrer-se-á aos testes paramétricos, após a devida formulação das hipóteses a analisar. Por outro lado, visto presenciarem-se sempre cenários de grandes amostras<sup>2</sup>, utilizar-se-ão, também, os testes não paramétricos. Relativamente à segunda questão, de análise em torno das práticas salariais adoptadas pelos dois tipos de sociedades, para além dos testes de hipóteses, em que se comparará as médias alcançadas relativas à informação recolhida, ir-se-á realizar um modelo explicativo para a formulação do salário de cada membro do CA, tanto para as sociedades públicas, como para as privadas. A comparação entre ambas as sociedades será, ainda, realizada com o auxílio de uma análise de *outliers* presentes nos histogramas das respectivas séries. Sumariamente, a presente oportunidade de investigação debruçar-se-á sobre o seguinte conjunto de classes de variáveis: (i) desempenho; (ii) alavancagem financeira; (iii) estrutura e características do conselho de administração; (iv) práticas de remuneração e, finalmente, (v) comissões especializadas.

---

<sup>2</sup> Existe, ao longo da literatura estatística, referência para que, em cenários de mais de 30 observações, considerar-se a amostra como sendo grande.

## **3.2. Descrição dos métodos e metodologias**

### **3.2.1. Métodos paramétricos**

Dado o objectivo da estatística estar associado à caracterização de populações estatísticas conhecidas, somente, através de amostras, surge o conceito de testes de hipóteses, em virtude da questão da inferência estatística. Neste sentido, os testes de hipóteses são entendidos como sendo um processo que permite a análise de uma determinada conjectura formulada, sob a forma de uma qualquer hipótese a testar, relativamente a um qualquer parâmetro de uma determinada distribuição subjacente aos dados observados. Assim sendo, as hipóteses paramétricas nascem do facto da conjectura estar associada aos valores dos parâmetros de uma determinada variável aleatória, havendo lugar, portanto, a duas hipóteses a testar: (i) por um lado, uma determinada hipótese nula e, contrariamente a isso, (ii) uma hipótese alternativa. Efectivamente, com base nesta metodologia ou método estatístico, o principal objectivo passará pela análise do facto de haver, ou não, evidência para se rejeitar a hipótese nula, com base num determinado nível de significância estatística<sup>3</sup> (Newbold e Thorne, 2007 e Doane e Seward, 2009). Para o estudo em questão, utilizar-se-ão os denominados testes de alternativa bilateral, bem como os testes de alternativa unilateral à direita e à esquerda, de acordo com a necessidade de aplicação dos mesmos, tal como apresentado mais à frente.

### **3.2.2. Métodos não paramétricos**

Nos testes paramétricos, anteriormente referidos, existe o requisito em torno da especificação da função de distribuição em questão, isto é, a função de distribuição relativa ao processo aleatório que está na base ou origem dos dados para a investigação. Neste método, de testes não paramétricos, tal não se verifica. Deste modo, a inferência estatística realizada (não paramétrica) resulta do facto de ser possível retirar conclusões baseadas nos dados de origem, sem o recurso à definição da função de distribuição subjacente (Newbold e Thorne, 2007 e Doane e Seward, 2009). Porém, sublinhe-se a existência de algumas diferenças importantes a serem apontadas. No caso do método de testes paramétricos que as estimativas daqui resultantes estão associadas a um

---

<sup>3</sup> Usualmente, recorre-se ao uso de 5% de significância, a que corresponde um intervalo de confiança de 95%.

determinado modelo de probabilidades subjacente. Contrariamente, no caso dos testes não paramétricos, estes estão associados às denominadas propriedades de classes de modelos, como são os casos das medidas de localização central (moda, média ou mediana) ou medidas de dispersão (variância) e simetria. Daqui resulta o conceito de *distribution free*, em virtude do facto da associação a estas estatísticas, com distribuição probabilidade independente comparativamente aos testes paramétricos (subjacentes à distribuição probabilidade especificada) (Newbold e Thorne, 2007). Em matéria das principais vantagens, poder-se-á apresentar um conjunto de vários pontos fortes, principalmente quando comparados com os testes de hipóteses paramétricos. A possibilidade de recurso aos métodos paramétricos é uma possibilidade num cenário, muita das vezes comum, de um número reduzido de observações da amostra. Por outro lado, os testes não paramétricos, em matéria de pressupostos exigidos, apresentam uma menor exigência em torno de pressupostos relativamente aos dados (Doane e Seward, 2009).

### **Teste de Mann-Whitney**

Relativamente ao estudo empírico desenvolvido, será aplicado o teste de Mann-Whitney ou Wilcoxon-Mann-Whitney<sup>4</sup>. Este tem como principal objectivo atribuir resposta às hipóteses a testar, mais concretamente testar as medidas de localização central (medianas, neste caso concretamente) de duas populações estatísticas, provenientes de duas amostras independentes, respectivamente. Considere-se  $n_1$  e  $n_2$  as suas respectivas dimensões. Note-se que o teste de Mann-Whitney trata-se de uma alternativa credível e adequada estatisticamente aos respectivos testes paramétricos, que comparam a igualdade de médias (Doane e Seward, 2009). Dada a boa potência estatística deste tipo de teste, este não assume o pressuposto de normalidade, em detrimento de um idêntico formato das distribuições (Newbold e Thorne, 2007). Metodologicamente, este teste consiste na realização de um somatório e respectiva ordenação crescente, identificando-se a ordem de acordo com a população inicialmente pertencida. (Daqui resultará a soma das ordens das observações provenientes da amostra para a primeira população e para a população total. Este teste conta, ainda, com duas variantes: a variante de Mann-Whitney e a variante Wilcoxon. Para o primeiro caso, a estatística de teste coincide com a estatística de Mann Whitney, dada por:

---

<sup>4</sup> Também denominado Wilcoxon rank-sum test em alguma literatura e em vários pacotes estatísticos.

$$U = n_1 n_2 + \frac{n_1(n_1 + 1)}{2} - R_1 \quad (4.1.)$$

em que, num cenário de não rejeição da hipótese nula, sob a qual parece haver evidência estatística para acreditar na igualdade de medianas, para os níveis usuais de significância, então o valor esperado e a variância da estatística de Mann-Whitney são dadas, respectivamente, por

$$E(U) = \mu_U = \frac{n_1 n_2}{2} \quad (4.2.)$$

e por:

$$V(U) = \sigma_U^2 = \frac{n_1 n_2 (n_1 + n_2 + 1)}{12} \quad (4.3.)$$

Em cenários em que a dimensão de cada uma das amostras supera 10 observações, parece haver evidência para se utilizar a seguinte aproximação:

$$Z = \frac{U - \mu_U}{\sigma_U} \sim N(0,1) \quad (4.4.)$$

A vertente Wilcoxon apresenta apenas uma diferença, pouco significativa. A estatística de teste é dada pela soma das ordens relativamente à primeira população,  $T = R_1$  (Doane e Seward, 2009). Mais uma vez, sendo a hipótese nula não rejeitada, para os níveis de significância habituais, os valores relativos ao valor esperado e sua variância serão atribuídos pelas seguintes expressões analíticas:

$$E(T) = \mu_T = \frac{n_1(n_1 + n_2 + 1)}{2} \quad (4.5.)$$

$$\sigma_T^2 = \sigma_U^2 = \frac{n_1 n_2 (n_1 + n_2 + 1)}{12} \quad (4.6.)$$

Novamente, sempre que se verificaram amostras cuja dimensão ultrapasse as 10 unidades, aplica-se a aproximação:

$$Z = \frac{T - \mu_T}{\sigma_T} \sim N(0,1) \quad (4.7.)$$

### 3.3. Dados e aplicação

Tal como referido nas questões de investigação, bem como na metodologia da mesma, a presente oportunidade de investigação tem como objectivo e análise em torno de eventuais diferenças, em matérias de governação de sociedades, entre dois tipos de sociedades: sociedades públicas ou com participação pública e, por outro lado, sociedades privadas. Esta análise será abrangida por cinco áreas relativas à componente financeira de cada sociedade, bem como à caracterização do modelo e práticas de governação, tais como: (i) o desempenho; (ii) alavancagem financeira; (iii) estrutura e características do conselho de administração; (iv) práticas de remuneração e (v) comissões especializadas. A questão metodológica encontra-se na tabela 1. A amostra é composta, assim, por um conjunto de vinte sociedades privadas e vinte sociedades públicas ou com participação pública (ver anexo 30). Tal dimensão da amostra dever-se-á ao facto da robustez estatística exigida, sendo que esta aumentará de acordo com a extensão ao número de mandatos. Tal selecção de sociedades, tanto públicas, como privadas, tem com base dois critérios distintos. No caso das sociedades privadas, procedeu-se ao recurso do critério de capitalização bolsista, sendo que, no caso nacional, isso reporta para as vinte sociedades cotadas, até à data do estudo, nas empresas constantes do PSI-20. As sociedades públicas foram seleccionadas baseando-se no critério do maior activo total. Porém, existem algumas sociedades que, cumprindo tais critérios mencionados, não foram consideradas. Exemplos disso são, no campo das sociedades com participação pública, a Electricidade de Portugal (EDP) e a Portugal Telecom (PT), visto estarem actualmente cotadas em bolsa de valores, estando portanto do lado das sociedades privadas. O Banco Português de Negócios (BPN), nacionalizado após 2008, e actualmente devolvido ao sector privado, embora tivesse cumprido o critério de maior activo, foi excluído devido às transições entre categorias de sociedades em análise. Por fim, a Imprensa Nacional Casa da Moeda (INCM), nas sociedades públicas, por motivo de uma política de não divulgação das práticas remuneratórias para os mandatos em questão, foi também excluída. Sublinhe-se, mais uma vez, que estamos em presença de um estudo relativo a um horizonte temporal marcado por dois mandatos para cada sociedade em análise, sendo que cada mandato apresenta uma duração média de três anos. Uma nota para o facto de que os dados dizem respeito aos últimos dois mandatos de cada sociedade, o que contribui para a não existência de uma rigidez implícita face ao horizonte da investigação. Por outro lado, será importante denotar que o alargamento para um horizonte relativo aos últimos três mandatos para a governação de cada sociedade, embora benéfico em termos de robustez estatística e do próprio

estudo, não foi manifestamente possível devido a duas questões de grande magnitude: (i) em primeiro lugar, devido ao facto de que, ao longo de um tal horizonte, várias sociedades apresentariam alterações importantes, como a presença (ou não) em bolsa ou até mesmo a sua respectiva existência e, por outro lado, (ii) a Resolução do Conselho de Ministros 49/2007, de 28 de Março desse mesmo ano, veio implicar a obrigatoriedade de divulgação de informação financeira, bem como de adopção das melhores práticas de governação das sociedades, tal como nas sociedades privadas. Relativamente à origem dos dados, estes foram recolhidos, preferencialmente, da respectiva fonte primária associada a cada sociedade. A informação de índole financeira foi totalmente recolhida com base no *reporting financeiro*, presente nos relatórios e contas de cada empresa, sendo que, no caso de algumas sociedades de participação pública, sempre que tais informações não se encontrassem disponibilizadas, procedeu-se à obtenção da informação pública presente no Ministério das Finanças<sup>5</sup>. As informações relativas à caracterização e governação das sociedades foram recolhidas e organizadas com base nos relatórios de governação de sociedade de cada empresa. Ao nível da aplicabilidade, algumas das variáveis, dentro de cada categoria em análise, necessitam da especificação da sua determinação ou cálculo. No caso do *Return on Equity* (ROE) e do *Return on Asset* (ROA), duas variáveis relativas à dimensão e desempenho, estes foram determinados de acordo com as suas respectivas expressões analíticas, em 4.8. e 4.9., e representam o retorno dos capitais próprios e o retorno do activo, respectivamente (Damodaran, 1997 e Brealey & Myers, 2002).

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido do Exercício}}{\text{Capital Próprio}} \quad (4.8.)$$

$$ROA = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Activo Total}} \quad (4.9.)$$

Porém, procurou-se, também, o escrutínio em torno das variáveis relativas ao endividamento das sociedades públicas e privadas, utilizando-se, para tal, as três métricas abaixo indicadas e especificadas ao nível da sua determinação (Damodaran, 1997 e Brealey & Myers, 2002).

$$\text{Rácio de Endividamento} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Activo Total}} \quad (4.10.)$$

---

<sup>5</sup> Mais especificamente através da Direcção Geral de Tesouro e Finanças (DGTF).

É possível, ainda, o apuramento do endividamento de MLP, pelo que ter-se-á de considerar o agrupamento de rubricas contabilísticas em torno das relativas aos passivos de MLP, tal como patenteado em 4.11 (Damodaran, 1997 e Brealey & Myers, 2002).

$$\text{Rácio de Endividamento a MLP} = \frac{\text{Passivo de MLP}}{\text{Activo Total}} \quad (4.11.)$$

Existe uma evidência no sentido em que, usualmente, do ponto de vista da análise financeira internacional, que utiliza-se de forma mais frequente o rácio *Debt-to-Equity*, dado em 4.12. (Damodaran, 1997 e Brealey & Myers, 2002)

$$\text{Debt} - \text{to} - \text{Equity} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Capital Próprio}} \quad (4.12.)$$

Finalmente, antes de se apresentar a tabela quanto à aplicabilidade dos métodos e das metodologias, uma breve nota para o facto de que, ao nível das sociedades de índole privada, cotadas na *EuroNext Lisbon PSI-20*, nem sempre todas as sociedades apresentaram, ao longo dos seus dois últimos mandatos, a discriminação total quanto às remunerações atribuídas à sua estrutura de *governance*. No caso dessas sociedades, para não se prejudicar as questões de investigação delineadas, procedeu-se ao recurso a pressupostos. Utilizaram-se, assim, as sociedades públicas e as sociedades do PSI geral português para apurar a percentagem das remunerações dos executivos e do PCA sobre o total de remunerações pagas à sua estrutura de *governance*. Assim sendo, a aplicação dos dados será efectuada com base na seguinte tabela, abaixo indicada.

Tabela 1: Aplicação da análise estatística: testes e hipóteses estatísticas.

Variável em análise		Testes estatísticos		Hipóteses a testar estatisticamente	
Classe	Variável	Paramétricos	Não paramétricos	Paramétricos	Não paramétricos
Desempenho das Empresas	ROA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	ROE	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
Alavancagem Financeira	Rácio de Endividamento	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Rácio de Endividamento MLP	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Debt to Equity	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
Estrutura e características do conselho de Administração	Dimensão do CA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Género do CA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Idade do CA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Estrangeiros no CA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Idade do PCA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Género do PCA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	PCA Estrangeiros	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Idade dos executivos	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Género dos executivos	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
Nº Membros Independentes	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$	
Práticas de Remuneração	Rem. média individual do CA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Rem. Fixa média ind. dos Executivos	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Rem. Variável média dos Executivos	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Rem. média individual dos executivos	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Rem. média do PCA	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
Comissões Especializadas	Comissão de Auditoria	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Comissão de Remunerações	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$
	Comissão de Nomeações	Teste de hipóteses unilaterais e bilaterais	Teste de Mann-Whitney	$H_0: \mu_{priv} = \mu_{pub}$ e $H_1: \mu_{priv} \neq \mu_{pub}$	$H_0: m_{priv} = m_{pub}$ e $H_1: m_{priv} \neq m_{pub}$

Nota:  $\mu$  representa o valor médio e  $m$  o valor mediano.

Fonte: Elaboração própria.

### 3.4. Análise e Discussão dos Resultados

Posteriormente à aplicação da metodologia e dos métodos referidos, apresentar-se-ão aos resultados. Em virtude do recurso à estatística descritiva, tal como presente na tabela 2, alguns resultados parecem ser conclusivos. Verificou-se, portanto que, embora dimensões empresariais distintas, existe pouca ou nenhuma evidência estatística quanto a diferenças significativas quanto a uma superioridade do desempenho das sociedades privadas. Em bom rigor, para o horizonte em questão, o ROE das sociedades públicas foi inferior ao verificado nas sociedades privadas. Foram retiradas à amostra as sociedades públicas com um capital próprio e ao mesmo tempo um resultado líquido negativo, pois enviesaria o resultado final. Isto poderia culminar numa análise económica distorcida, apesar de matematicamente correcta. Por seu turno, em matéria da alavancagem das mesmas, parece haver evidência para uma maior alavancagem das sociedades públicas, apesar de, do ponto de vista estatístico, ambas parecerem ter idênticos rácios de *debt-to-equity*.

Deste modo, a realização dos testes paramétricos e não paramétricos parecem ir ao encontro das conclusões inicialmente retiradas com a estatística descritiva, com um grau de confiança de 95%, tal como presente na tabela 3. Os testes são totalmente conclusivos quanto ao domínio das práticas remuneratórias no *governance* privado, face ao público. O mesmo é válido para as comissões especializadas, em larga maior escala nas sociedades privadas.

Por outro lado, seguidamente à análise já efectuada, prestar-se-á mais atenção à questão das práticas remuneratórias nestes dois tipos de sociedades. Para tal, analisar-se-á, com um maior nível de detalhe, hipotéticas diferenças, e as respectivas fundamentações para tal, ao nível das sociedades públicas e privadas. Em ambos os casos, recorrer-se-á a dois processos estatísticos diferentes: (i) em primeiro lugar à análise do histograma (em frequência) e, de seguida, (ii) a modelos de regressão linear múltipla para a fundamentação remuneratória do CA das sociedades públicas e privadas.

Tabela 2: Principal análise de natureza descritiva das variáveis em estudo.

Variável em análise		Empresas associadas ao Sector Empresarial do Estado					Empresas cotadas no PSI-20				
Classe	Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo	Média	Mediana	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
Desempenho das Empresas	ROA	-0,42%	0,56%	8,79%	24,25%	-22,19%	1,63%	0,53%	3,53%	14,06%	-4,42%
	ROE	4,71%	5,65%	56,43%	45,87%	67,98%	10,79%	9,63%	8,69%	37,08%	-5,34%
Alavancagem Financeira	Rácio de Endividamento	1,25	0,95	1,03	5,35	0,03	0,56	0,53	0,28	0,97	0,04
	Rácio de Endividamento MLP	0,75	0,52	0,82	3,18	0	0,24	0,28	0,15	0,59	0
	Debt to Equity	6,06	1,41	26,36	103,16	-62,03	5,02	1,11	7,63	29,39	0,05
Estrutura e características do conselho de Administração	Dimensão do CA	5,33	5	1,44	9	3	13,26	12	5,93	31	5
	Género do CA	0,86	1	0,16	1	0,60	0,94	1	0,08	1	0,67
	Idade do CA	52,93	53	2,99	58,60	46,20	54,94	55,08	3,60	61,6	49,6
	Estrangeiros no CA	0,96	1	0,14	1	0,33	0,82	0,83	0,18	1	0,45
	Idade do PCA	58,26	57,05	7,68	78	45	62,54	63,00	9,27	85	43
	Género do PCA	0,98	1	0,16	1	0	1	1	0	1	1
	PCA Estrangeiros	0,90	1	0,30	1	0	1	1	0	1	1
	Idade dos executivos	52,02	52,67	3,59	58,60	45	51,21	51	3,84	58,60	42,67
	Género dos executivos	0,86	1	0,19	1	0,33	0,94	1	0,11	1	0,50
	Nº Membros Independentes	0,38	0	0,87	3	0	3,56	4	3,15	15	0
	Práticas de Remuneração	Rem. média individual do CA	111.321,97 €	83.167,70 €	80.535,25 €	358.062,30 €	19.907,29 €	461.064,01 €	311.001,26 €	572.224,54 €	3.482.111,11 €
Rem. Fixa média ind. dos Executivos		122.328,86 €	89.933,91 €	74.436,17 €	303.333,33 €	34.263,20 €	348.655,89 €	308.931,85 €	128.670,82 €	667.123,71 €	50.000,00 €
Rem. Variável média dos Executivos		4.104,11 €	0,00 €	14.064,25 €	74.433,33 €	0,00 €	405.812,65 €	173.593,75 €	643.826,53 €	2.888.888,89 €	0,00 €
Rem. média individual dos executivos		126.432,97 €	91.976,26 €	78.218,06 €	358.062,30 €	37.855,33 €	754.468,54 €	537.102,08 €	710.897,89 €	3.482.111,11 €	50.000,00 €
Rem. média do PCA		138.215,14 €	97.416,40 €	111.178,08 €	541.800,00 €	0,00 €	1.176.853,13 €	602.575,79 €	1.566.253,37 €	7.460.000,00 €	47.672,25 €
Comissões Especializadas	Comissão de Auditoria	0,33	0	0,47	1	0	0,79	1	0,41	1	0
	Comissão de Remunerações	0,65	1	0,48	1	0	1	1	0	1	1
	Comissão de Nomeações	0,05	0	0,22	1	0	0,46	0	0,51	1	0

Nota:  $\mu$  representa o valor médio e  $m$  o valor mediano.

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 3: Resultados dos testes estatísticos e suas respectivas conclusões.

Variável em análise		Testes Paramétricos			Testes não Paramétricos		
Classe	Variável	T <sub>obs</sub>	P-value	Conclusão	Z  <sub>obs</sub>	P-value	Conclusão
Desempenho das Empresas	ROA	-1,36	0,17	$\mu_{priv} = \mu_{pub}$	0,65	0,51	$m_{priv} = m_{pub}$
	ROE	-1,51	0,14	$\mu_{priv} = \mu_{pub}$	1,78	0,07	$m_{priv} = m_{pub}$
Alavancagem Financeira	Rácio de Endividamento	3,85	0,99	$\mu_{priv} < \mu_{pub}$	4,25	0	$m_{priv} < m_{pub}$
	Rácio de Endividamento MLP	4,06	0,99	$\mu_{priv} < \mu_{pub}$	2,77	0	$m_{priv} < m_{pub}$
	Debt to Equity	0,24	0,81	$\mu_{priv} = \mu_{pub}$	1,14	0,25	$m_{priv} = m_{pub}$
Estrutura e características do conselho de Administração	Dimensão do CA	-8,21	1	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	7,07	0	$m_{priv} > m_{pub}$
	Género do CA	-2,86	0,99	$\mu_{priv} < \mu_{pub}$	1,64	0,1	$m_{priv} = m_{pub}$
	Idade do CA	-2,7	0,99	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	2,12	0,027	$m_{priv} > m_{pub}$
	Estrangeiros no CA	3,76	0,99	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	4,41	0	$m_{priv} > m_{pub}$
	Idade do PCA	-2,29	0,98	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	2,16	0,03	$m_{priv} > m_{pub}$
	Género do PCA	n.a.	n.a.	$\mu_{priv} = \mu_{pub}$	n.a.	n.a.	$m_{priv} = m_{pub}$
	PCA Estrangeiros	-2,08	0,045	$\mu_{priv} = \mu_{pub}$	2,01	0,044	$m_{priv} = m_{pub}$
	Idade dos executivos	0,97	0,33	$\mu_{priv} = \mu_{pub}$	1,09	0,27	$m_{priv} = m_{pub}$
	Género dos executivos	-2,45	0,99	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	1,96	0,049	$m_{priv} = m_{pub}$
Nº Membros Independentes	-6,09	1	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	5,25	0	$m_{priv} > m_{pub}$	
Práticas de Remuneração	Rem. média individual do CA	-3,78	0,99	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	6,23	0	$m_{priv} > m_{pub}$
	Rem. Fixa média ind. dos Executivos	-9,53	1	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	6,59	0	$m_{priv} > m_{pub}$
	Rem. Variável média dos Executivos	-3,89	0,99	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	6,90	0	$m_{priv} > m_{pub}$
	Rem. média individual dos executivos	-5,48	1	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	7,12	0	$m_{priv} > m_{pub}$
	Rem. média do PCA	-4,14	0,99	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	6,05	0	$m_{priv} > m_{pub}$
Comissões Especializadas	Comissão de Auditoria	-4,71	1	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	4,17	0	$m_{priv} > m_{pub}$
	Comissão de Remunerações	-4,58	1	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	4,04	0	$m_{priv} > m_{pub}$
	Comissão de Nomeações	-4,67	1,00	$\mu_{priv} > \mu_{pub}$	4,17	0	$m_{priv} > m_{pub}$

Fonte: Elaboração própria.

Ao nível da remuneração média atribuída ao PCA das sociedades em análise, conforme se poderá verificar na figura 1, existe um diferencial estatístico bastante acentuado. Isto resulta do facto de que, embora a existência de *outliers* à direita de uma maior concentração de frequências em torno do valor médio seja uma realidade em ambos os cenários, no caso das sociedades privadas evidencia-se, tal como testado anteriormente, um valor médio muito superior entre as remunerações do PCA público e privado e, por outro lado, *outliers* mais acentuados à direita. Estatisticamente, isto querará dizer que, embora pese uma igualdade de cenários de assimetria clara à direita (enviesamento das distribuições à esquerda), tal evidência torna-se mais forte no caso das sociedades privadas. Por exemplo, no caso do valor máximo do histograma de frequência das sociedades privadas, poder-se-á encontrar um valor próximo dos 4,04 milhões de euros. Este valor reporta ao valor atribuído ao PCA da SONAE, SGPS, relativo ao mandato 2007-2010. Outros valores máximos, bastante significativos quando comparados com a realidade das sociedades públicas, são dados pela atribuição de, sensivelmente, 4 milhões de euros ao PCA da SEMAPA e da PT. Estas sociedades foram, portanto, as que mais contribuíram, estatisticamente, para um alargamento da assimetria da distribuição à direita e, assim, do enviesamento desta à esquerda.

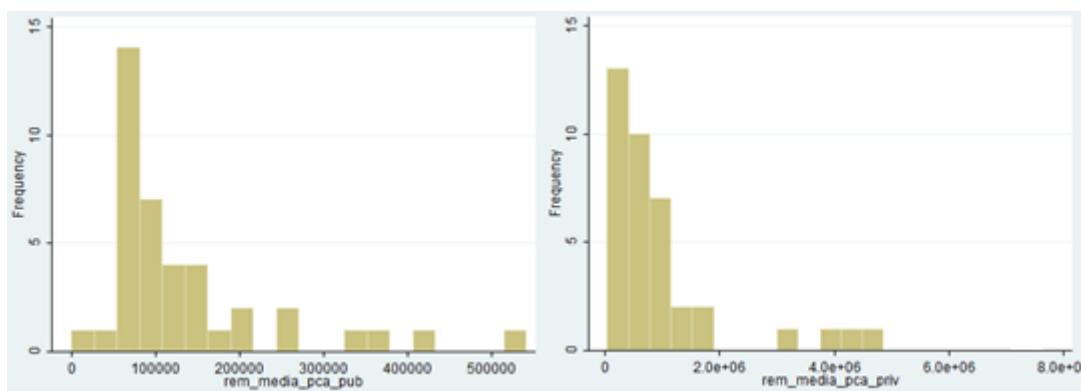


Figura 1: Histograma, em frequência, da remuneração média do PCA das sociedades públicas e privadas.

Relativamente à prática remuneratória individual dos executivos das sociedades públicas e privadas, com o resultado já conhecido quanto aos testes estatísticos anteriormente realizados, salienta-se um diferencial máximo entre os *outliers* à direita com superioridade na ordem das 10 vezes, para as sociedades privadas. Mais uma vez, a propriedade de assimetria à direita (enviesamento da distribuição das remunerações à

esquerda) é mais acentuada, do ponto de vista da análise visual ao histograma, nas sociedades privadas. Novamente, isto deve-se aos *outliers* máximos, relativos a cada membro executivo de uma qualquer sociedade privada em análise. Mais concretamente, desta vez, o valor máximo, na ordem dos 3,5 milhões de euros devem-se aos executivos do Millennium BCP, tal como verificado na figura 2. Contudo salienta-se, outra vez, valores bastante elevados, do ponto de vista relativo e estatístico, para as sociedades referidas anteriormente.

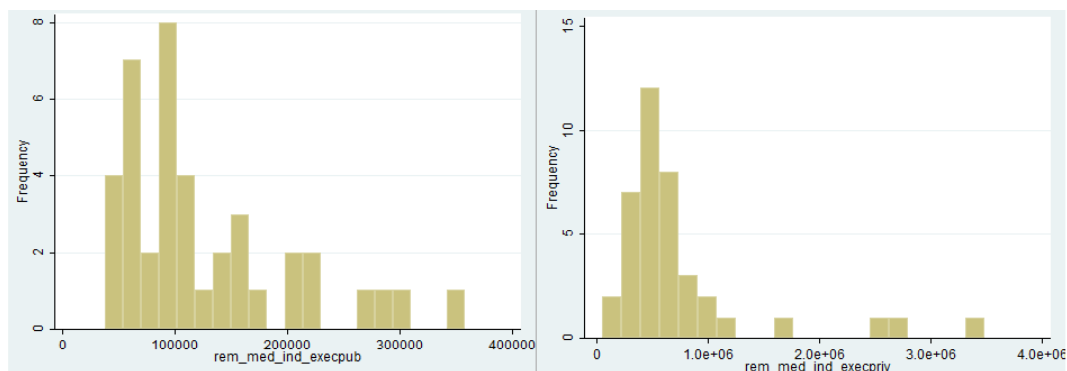


Figura 2: Histograma, em frequência, da remuneração média anual individual dos executivos das sociedades públicas e privadas.

Finalmente, têm-se as remunerações médias individuais do CA das sociedades em questão. Comparativamente aos dois anteriores histogramas, estamos em presença de uma maior assimetria de resultados. Mais uma vez, tal assimetria estatística é verificada nas sociedades privadas. Neste caso, em específico, volta-se a repetir o padrão relativo ao facto de uma maior notoriedade de diferencial de remunerações, desta vez em sede das médias individuais do CA, por parte da SEMAPA e SONAE, SGPS, embora o *outlier* bastante severo, visível na figura 3, seja relativo ao Millennium BCP, com um valor muito próximo de 3,48 milhões de euros para cada membro do CA. A título de exemplo, tal valor reporta a um diferencial 7,5 vezes superior à média verificada pelas remunerações individuais do CA das sociedades privadas e 31 vezes face à realidade média presenciada nas sociedades públicas. Uma nota importante, que deverá acompanhar a presente análise e conclusão, deve-se ao facto de tal resultado dever-se à questão do *outlier* em questão ser relativo ao primeiro mandato do estudo, isto é, concretamente no caso do Millenium BCP, ao mandato entre 2005 e 2007. Esta questão será retomada, novamente, nas conclusões da investigação.

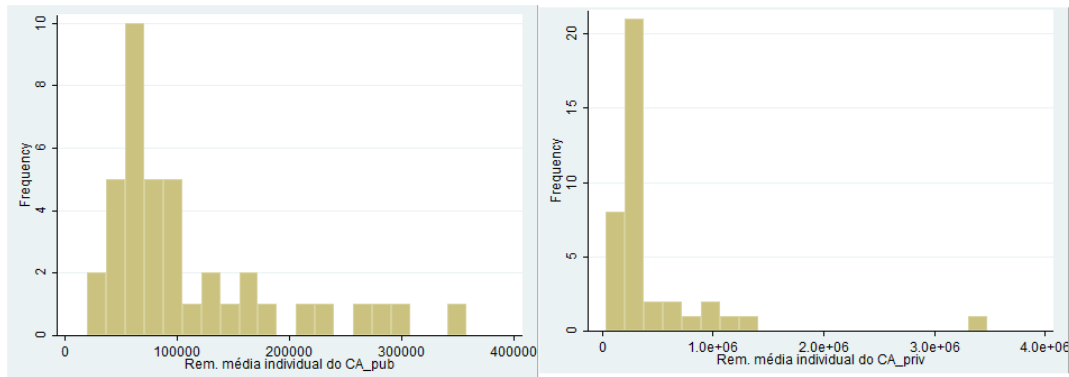


Figura 3: Histograma, em frequência, da remuneração média individual do CA das sociedades públicas e privadas.

No sentido de se aprofundar os motivos relativos à formulação da remuneração média individual dos CA das sociedades públicas e privadas, foram criados dois modelos de regressão linear, cujas variáveis dependentes são as remunerações médias e individuais dos CA públicos e privados. Em ambos os cenários, procedeu-se a uma estimação dos parâmetros com base no Método dos Mínimos Quadrados (MMQ), sendo que procurou-se uma standardização em torno das variáveis explicativas adoptadas, como facilmente perceptível nas equações, desde que não prejudicando a qualidade dos modelos explicativos<sup>6</sup>. Para as sociedades privadas, poder-se-á retirar algumas conclusões interessantes. Ao nível da idade dos membros do CA, a estimação permite concluir que, cada variação unitária (em euros) positiva na idade dos membros resulta, em média, *ceteris paribus*, num aumento de 4.325 euros, sensivelmente, na sua respectiva remuneração individual. No que diz respeito à remuneração fixa individual dos executivos, uma variação monetária e unitária nestes provocará, em média, um aumento de 0.6 euros na remuneração média individual dos membros do *Board* do CA, com tudo o mais a manter-se constante. Daqui resulta, ainda, uma impressão adicional: a estimação deste parâmetro, para além da correlação estatística entre este e a variável independente em questão, teria de ser, invariavelmente, inferior a um, visto que nas sociedades privadas, variadas vezes, verificou-se a existência de um CA com vários elementos não executivos, dando credibilidade à estimação e, ainda assim, ao próprio

<sup>6</sup> Uma nota para o facto de que, conforme presente em anexos, com base no output do *package STATA*, os modelos são estatisticamente válidos, com coeficientes de determinação estatisticamente relevantes. Foram realizados, ainda, testes para a heterocedasticidade (teste de White) e uma análise aos resíduos de ambos os modelos. Assim, a validade estatística após os testes necessários, realiza-se a análise económica decorrente da interpretação dos modelos estimados.

modelo desenvolvido. Ao nível das variáveis *dummy* (binárias) utilizadas<sup>7</sup>, estas também traduzem resultados marginais igualmente interessantes e úteis. No caso da nacionalidade, uma hipotética substituição de um membro do CA nacional para um membro de nacionalidade estrangeira poderá custar, em média, 315.000 euros adicionais na remuneração deste, *ceteris paribus*. No caso da variável relativa ao género, também ela binária, permite concluir que a diferenciação salarial entre membros de sexo masculino e feminino efectivamente existe e é quantificada, em média, com tudo o mais constante, na ordem dos 370.000 euros. Neste modelo econométrico, apenas falta explicar, em média, cerca de 21% das remunerações médias individuais de cada membro do CA.

$$\begin{aligned} \text{remmediaindividualdoCA}_{\text{priv}} &= -195891 - 369228 \text{ géneroCA} + 4325 \text{ idadedoCA} \\ &+ 314923 \text{ estrangeirosnoCA} + 0,599 \text{ remfixamediaindexexecutivos} \\ &+ 0,74 \text{ remvariavmediaindexexecutivos} \end{aligned} \tag{4.13.}$$

Por outro lado, realizou-se a mesma análise para a realidade das sociedades públicas em questão. Este modelo denota que, em média, caso se permaneça tudo o mais inalterado, uma variação unitária na componente remuneratória fixa dos executivos implicará uma subida de 0,95 euros na remuneração média individual dos membros do CA. Efectivamente, tal conclusão vai ao encontro dos dados, visto que nas sociedades públicas verificou-se um maior peso dos membros executivos nos CA. Ao nível da idade, esta parece pouco alterar o salário médio individual dos membros do CA visto que, este parece diminuir cerca de 850 euros (um montante quase nulo, quando se compara com o valor médio individual anual do tipo de membro em causa) por cada ano adicional de idade. As grandes surpresas ocorrem com as restantes variáveis. No cenário das empresas públicas, parece que a diferenciação salarial praticamente desaparece, relativamente aos resultados anteriores, visto que tal diferença no género corresponde a um valor anual de 6.200 euros. Continua a presenciar-se uma alteração relativamente significativa em matéria de impacto face à nacionalidade dos membros, desta vez com

---

<sup>7</sup> No caso do género do CA, tomando valores de 1 para os homens e 0 para as mulheres e, no caso da nacionalidade dos mesmos, sendo 1 quando nacional e 0 quando estrangeiro.

sinal inesperado, porém indicando uma diferença considerável quando tal alteração se verifica.

$$\mathbf{remmediaindividualdoCA}_{pub} = -100973 + 6199 \text{ géneroCA} - 857 \text{ idadedoCA} - 68442 \text{ estrangeirosnoCA} + 0,946 \text{ remfixamediaindexecutivos} \quad (4.14.)$$

Este segundo modelo, igualmente válido do ponto de vista estatístico, apresenta um coeficiente de determinação mais elevado, sendo que, com este, apenas fica por explicar 11%, aproximadamente, da determinação salarial implícita da variável dependente.

É de notar que o englobamento das duas regressões numa só seria benéfico para aumentar a robustez da amostra, contudo, uma vez que as remunerações individuais do CA são dependentes de variáveis ligeiramente diferentes entre o sector público e privado, esta hipotética regressão iria apresentar um coeficiente de determinação bastante reduzido, tornando-se assim pouco explicativo.

## 4. Conclusões, limitações e sugestões para futuras investigações

### 4.1. Conclusões

Após a realização do estudo empírico e da apresentação dos resultados decorrentes da investigação, existe um conjunto alargado de conclusões importantes quando comparadas as sociedades privadas e as sociedades públicas. Tais hipotéticas diferenças nestas sociedades foram refutadas após a realização dos testes estatísticos e, por outro lado, denotaram-se ainda mais em matérias das práticas remuneratórias. Posteriormente a uma análise mais detalhada sobre esta questão, e com o recurso à análise estatística, verificou-se uma evidência em torno das distribuições salariais apresentarem, todas elas, uma total assimetria, sendo essa assimetria à direita, isto é, com enviesamento da distribuição à esquerda. Efectivamente, tal conclusão está em linha de conta com vários autores e com o esperado, sendo bastante mais acentuada a assimetria no caso das sociedades privadas. Com um grau de análise mais exigente, verificou-se que os *outliers* que contribuía para tais diferenças nos histogramas se deviam, todos eles, a um conjunto de sociedades em comum e que, por outro lado, tal se devia, em todos os cenários, ao primeiro mandato em análise, isto é, imediatamente antes da última grande crise financeira internacional. Este padrão, ao nível dos *outliers* mais severos, à direita dos valores mais frequentes do histograma, deveu-se às políticas e práticas remuneratórias adoptadas e verificadas pelas sociedades *PORTUGAL TELECOM*, *SONAE*, *SGPS*, *SEMAPA* e *MILLENIUM BCP*. Porém, do facto de se ter concluído que tais diferenças eram mais acentuadas nas remunerações relativas ao primeiro mandato em análise, resulta a análise inversa, ou seja, no sentido das sociedades referidas apresentarem um maior reajuste na diminuição dos salários da sua estrutura de *governance* no mandato seguinte. Da comparação directa entre os dois tipos de sociedade, as diferenças não deixam qualquer margem de erro do ponto de vista estatístico. Ao se comparar qualquer as componentes remuneratórias mencionadas no estudo, as sociedades privadas adoptam uma política remuneratória entre sete e dez

vezes superior, comparativamente às sociedades públicas ou com participação pública. Relativamente às restantes estruturas de governance, salientou-se o facto de que, em média, as sociedades privadas apresentarem uma clara diferença em termos de implementação e recurso a comissões adicionais, como sejam as comissões de auditoria, de remunerações e, também, de nomeações. Tal justificação poder-se-á encontrar, muito certamente, para uma redução do conflito de interesses entre accionistas e gestores, procurando estas contribuírem significativamente para a determinação de um óptimo entre ambas as partes e, ainda assim, também no papel de supervisão interna. O endividamento societário, uma das questões mais relevantes na economia, apresenta diferenças significativas em ambas as sociedades. Os testes estatísticos efectuados denotaram um grande consenso nesta matéria: se, por um lado, existe evidência para acreditar em diferenças quanto ao rácio de endividamento total e de MLP, visto as empresas públicas encontrarem-se mais endividadas, então o rácio *debt-to-equity* poderá ser idêntico na amostra seleccionada, apesar de este ser ligeiramente inferior nas sociedades privadas. Finalmente, ao nível do desempenho, embora se presencie valores para activo e passivo bastante superiores, face às sociedades públicas, estas aparentam um ROE ligeiramente superior. Ainda assim, os testes estatísticos utilizados parecem resultar numa não rejeição da igualdade de valores médios e de medianas dos critérios do desempenho das sociedades.

## 4.2. Limitações

Contudo, apesar dos resultados e conclusões alcançadas com a presente oportunidade de investigação, esta apresenta várias limitações com implicações directas e indirectas nos resultados finais. Assim sendo, poder-se-á apontar um conjunto de quatro principais limitações no estudo. Em primeiro lugar, uma limitação associada à componente geográfica da investigação. Note-se que, tal como referido no estudo empírico, o principal objectivo era analisar a realidade portuguesa sendo que, no fim deste, as conclusões possíveis de serem retiradas prendem-se, efectivamente, às questões do *Corporate Governance* em Portugal. Assim, o estudo limitou-se a analisar o cenário nacional, embora esta tenha sido a primeira análise concreta em termos de comparação das sociedades públicas e privadas. Ao longo da revisão de literatura da, não se verificou qualquer outro estudo, com idêntica aplicação e metodologia, pelo que a ausência de uma análise multi-país não permitirá uma comparabilidade

verdadeiramente adequada. Em segundo lugar, igualmente importante de ser referido, a amostra. Embora, do ponto de vista nacional, a amostra tenha sido relativamente alargada, uma amostra de maior dimensão permitiria uma maior robustez em duas vertentes: por um lado, na vertente estatística e, por outro lado, na robustez das conclusões retiradas. Neste campo, caso fosse possível, num cenário óptimo estender-se-ia a análise a mais empresas e, também, a mais mandatos. Contudo, foque-se novamente que o presente estudo empírico respeitou os critérios de amostragem mínima para a aplicação das metodologias adoptadas. Em terceiro lugar, sublinhe-se o facto de se ter recorrido, pelas razões já enunciadas, à adopção de pressupostos. Embora estes tenham sido realistas, em virtude da aplicação efectuada para contornar a questão salarial em algumas sociedades cotadas no PSI-20, seria preferível o recurso a informação primária, isto é, oriunda dos Relatórios e Contas ou dos Relatórios de Governo das Sociedades. Em quarto lugar, foque-se uma questão também já referida na componente empírica e que se prende com o facto de que, esta temática, e por conseguinte os resultados do próprio estudo, serem voláteis às mudanças e alterações verificadas na realidade empresarial. Por exemplo, à data do término da investigação, surgiu a saída do BANIF, SGPS da EuroNext PSI-20.

### **4.3. Sugestões para futuras investigações**

A primeira sugestão advém de uma limitação já referida, face às análises multi-país. Assim, na impossibilidade de extensão da presente oportunidade de investigação para outros países, sugere-se uma extensão para as principais economias, como seja a Norte-Americana, japonesa, do Reino Unido e, também, de algumas economias emergentes. Por outro lado, sugere-se, ainda, a inclusão de variáveis *dummy*, que representem binariamente os modelos de governação de sociedade adoptados por cada empresa, de modo a escrutinar o hipotético diferencial de benefícios entre cada modelo de governação. Finalmente, com base na investigação desenvolvida por Johnson, Boone, Breach e Friedman (1999) em torno da relação entre os escândalos financeiros na década de 90 do século passado no Leste Asiático, sugere-se o alargamento da investigação para os escândalos e casos relativos à última grande crise face às questões inerentes à governação das sociedades, principalmente as de grande dimensão e quota de mercado, capitalizadas em bolsa.

## 5. Referências Bibliográficas

Abowd, J. and Bognanno, M. (1995). International differences in executive and managerial compensation, in: Freeman, R.B. and Katz, L.F.(eds.), Differences and Changes in Wage Structures, Chicago: University of Chicago Press;

Admati, A. R., Pfleiderer, P., & Zechner, J. (1994, December). Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. *Journal of Political Economy*, 102(6), 1097-1129;

Ashimi, T. e Kirk D. (2008). An Overview of Securities Enforcement In The United Kingdom” Harvard Law School - Seminar on Financial Regulation in a Globalized Economy;

Barrett, P (1997). Corporate Governance and Accountability for Performance, address to a joint seminar by IPAA and ASCPA, 26 August, Canberra;

Baudry, Bernard (2003). *Économie de la firme*, Éd. De la Découverte, Repères, Paris;

Bebchuk, L. (1999). A rent-protection theory of corporate ownership and control [Working Paper N°7203]. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA;

Becht, M. (1999). European Corporate Governance: Trading off liquidity against control, *European Economic Review*, 43, 1071-1083;

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

Becht, M., Bolton, P. e Röell, A. (2003). Corporate Governance and Control, in: Handbook of the Economics of Finance, Volume 1A, Amsterdam: North-Holland;

Berle, A e Means G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan;

Berle, Adolf A., and Means, Gardiner C (2006). The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan Publishing Co;

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

Bleicher, K. and Paul, H. (1986). Das Amerikanische Board-Modell im Vergleich zur deutschen Vorstands-/Aufsichtsratsverfassung Stand und Entwicklungstendenze, Die Betriebswirtschaft, 3, 263±288;

Brealey & Myers (2002). Principles of Corporate Finance , 5 th Edition, McGraw-Hill;

Cadbury, A. (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance, British Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance;

Cadbury, A. (2000). Global Corporate Governance Forum;

Charkham, J. (1995). Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries, Oxford University Press;

Coombs, P. and Watson, M. (2001). Corporate reform in the developing world ,McKinsey Quarterly, No. 4;

Damodaran, Aswath (1997). Corporate finance: theory and practices. New York: Wiley;

De Jong, H.W. (1989). The takeover market in Europe: control structures and the performance of large companies compared, Review of Industrial Organization;

Doane, D., Seward, L. (2009) Applied Statistics for Business & Economics, 2<sup>nd</sup> ed. McGraw-Hill;

Edwards, J.S.S. and Fischer, K. (1994). An overview of the German financial system, in: Dimsdale, N. and Prevezer, M. (eds.), *Capital markets and corporate governance*, Oxford: Clarendon Press;

Fama, E. e Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims, *Journal of Law and Economics* 26, 327-349;

Fama, E. e Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.

Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy* 88;

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

Gomes, A. (2000). Going public without governance: managerial reputation effects. *Journal of Finance*, 55(2), 615-646;

Gomez, Pierre-Yves (1996). *Le Gouvernement de l'Éntreprise: Modèles Économiques de l'Éntreprise et Pratiques de Gestion*, InterEditions Paris;

Gordon, G. e Schmid, F. (1996). Universal Banking and The Performance of German Firm, National Bureau of Economic Research, Inc;

Gugler, Klaus, Mueller, Dennis C., Yurtoglu, B. Burcin (2004). *Corporate Governance and Globalization*, Oxford Review of economic policy;

Hart, O (1995). Corporate Governance: Some theory and implications. *The Economic journal* 105, 678-689;

Hoshi, T.(1998). Japanese Corporate Governance as a System, in *Comparative Corporate Governance, State of the Art and Emerging Research* K.J. Hopt, H. Kanda, M.J. Roe, E. Wymeersch, and S. Prigge eds., Oxford: Oxford University Press;

Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior;

Johnson, S., Boone, P., Breach, A., Friedman, E., (2000<sup>a</sup>) . Corporate governance in the Asian crisis, Journal of Financial Economics 58, 141-186;

Kaplan, S.N. (1995). Corporate governance and incentives in German companies: Evidence from top executive turnover and firm performance, European Financial Management;

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. e Shleifer, A. (1998), Corporate Ownership Around the World, National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge;

Lazonick, William, O'Sullivan, Mary (2001). Perspectives on Corporate Governance, Innovation, and Economic Performance, CGEP Report to the European Commission, February, Insead;

Lorsch, J.W. and MacIver, E. (1989). Pawns or potentates: The reality of America's corporate boards, Boston: Harvard Business School Press;

Mercklé, Pierre (2004). Sociologie des Reseaux Sociaux, Éd. La Découverte, Repères, Paris;

Moerland, P.W. (1995a). Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems, Journal of Economic Behaviour and Organization;

Mueller, Dennis C., Yun, S. Lawrence (1997). Managerial discretion and managerial compensation, Internacional Journal of Industrial Organization;

Newbold, P., Carlson, W. & Thorne, N. (2007). Statistics for Business and Economics. 6<sup>th</sup> ed. Pearson;

OECD (1999). Principles of , OECD, 3-42;

OECD (2004). Principles of, OECD, 11-16;

OECD (2005). Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises;

Perotti, Enrico, (1994). The governance structure of the Japanese financial keiretsu (with Erik Berglof), Journal of Financial Economics, Elsevier, vol. 36(2), 259-284;

Prigge, S. (1998), A Survey of German Corporate Governance, em Hopt, K. et al. (eds.) Comparative Corporate Governance – The State of The Art and Emerging Research, 1045-1199, Oxford University Press;

Ross, Stephen (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, American Economic Review 63, 134-139;

Schmidt, Dominique (1999). Object et objectif du gouvernement d'entreprises, Echanges;

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

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. The journal of Political Economy, 94(3), 461-488;

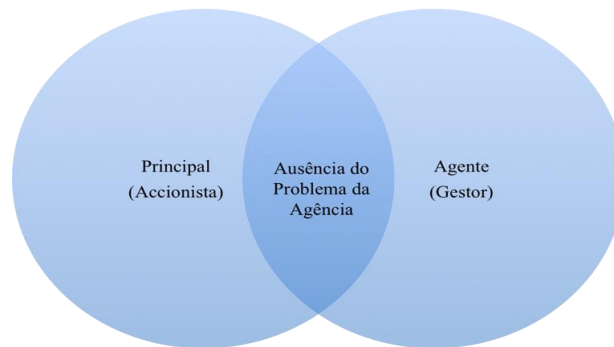
Smith, A. (1776), The Wealth of Nations, Liberty Press;

Stulz, R. (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and the market for corporate control. Journal of Financial Economics, 20, 25-54;

Windolf, Paul (1999). L'évolution du capitalisme moderne – La France dans une perspective comparative, Revue Française de Sociologie.

## 6. Anexos

### Anexo 1: Diagrama de Venn – Relação entre o Principal e o Agente



Fonte: Jensen e Meckling, 1976 (adaptado).

### Anexo 2: Esquema do modelo Monista Latino



**Legenda:**

**NI:** Membro não executivo e não independente

**I:** Membro não executivo e independente

**CEO:** Chief Executive Officer

**CFO:** Chief Financial Officer

**E:** Outro Executivo

**I/FE:** Former Executive

Fonte: Elaboração própria.

### Anexo 3: Esquema do modelo Monista “Anglo-Saxónico”

Governança de Sociedades no sector Público e Privado: Uma abordagem Financeira, Estrutural e Remuneratória



Fonte: Elaboração própria.

Anexo 4: Esquema do modelo Dualista

Fonte: Elaboração própria.

Anexo 5: Teste paramétrico à igualdade de médias para o ROA das sociedades.



Governança de Sociedades no sector Público e Privado: Uma abordagem Financeira, Estrutural e Remuneratória

Two-sample t test with equal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
dimens~b	40	5.325	.2275497	1.43915	4.864737	5.785263
dimens~v	39	13.25641	.9499755	5.932595	11.33329	15.17954
combined	79	9.240506	.6570752	5.840212	7.93237	10.54864
diff		-7.93141	.9657757		-9.854515	-6.008305

diff = mean(dimensodoca\_pub) - mean(dimensodoca\_priv)      t = -8.2125  
 Ho: diff = 0      degrees of freedom = 77

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0000      Pr(|T| > |t|) = 0.0000      Pr(T > t) = 1.0000

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 8: Teste paramétrico à igualdade de médias para o género dos CA das sociedades.

Two-sample t test with equal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
gnerod~b	40	.8598393	.0255387	.1615211	.8081823	.9114962
gnerod~v	39	.9430802	.0134797	.0841804	.915792	.9703683
combined	79	.9009329	.0151995	.1350964	.8706729	.9311928
diff		-.0832409	.0290907		-.1411678	-.025314

diff = mean(gnerodoca\_pub) - mean(gnerodoca\_priv)      t = -2.8614  
 Ho: diff = 0      degrees of freedom = 77

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0027      Pr(|T| > |t|) = 0.0054      Pr(T > t) = 0.9973

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 9: Teste paramétrico à igualdade de médias para a idade do CA das sociedades.

Governança de Sociedades no sector Público e Privado: Uma abordagem Financeira, Estrutural e Remuneratória

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
idaded~b	40	52.92891	.4722945	2.987053	51.97361	53.88422
idaded~v	39	54.94327	.5762729	3.598823	53.77667	56.10988
combined	79	53.92334	.3864511	3.434853	53.15398	54.69271
diff		-2.014362	.7450856		-3.499056	-.5296681

diff = mean(idadedoca\_pub) - mean(idadedoca\_priv)      t = -2.7035  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 73.7656

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0043      Pr(|T| > |t|) = 0.0085      Pr(T > t) = 0.9957

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 10: Teste paramétrico à igualdade de médias dos estrangeiros nos CA das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
estran~b	40	.955775	.0221343	.1399895	.9110042	1.000546
estran~v	39	.8210022	.028102	.1754968	.7641127	.8778917
combined	79	.8892416	.0192918	.171469	.8508346	.9276486
diff		.1347728	.0357722		.0634717	.2060738

diff = mean(estrangeirosno~b) - mean(estrangeirosno~v)      t = 3.7675  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 72.5627

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.9998      Pr(|T| > |t|) = 0.0003      Pr(T > t) = 0.0002

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 11: Teste paramétrico à igualdade de médias para a idade dos PCA das sociedades.

Governança de Sociedades no sector Público e Privado: Uma abordagem Financeira, Estrutural e Remuneratória

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
idaded~b	40	58.26316	1.214245	7.67956	55.80712	60.7192
idaded~v	39	62.53846	1.484443	9.270344	59.53336	65.54356
combined	79	60.37375	.9807196	8.716827	58.42129	62.32621
diff		-4.275304	1.917801		-8.096856	-.4537515

diff = mean(idadedopca\_pub) - mean(idadedopca\_priv)      t = -2.2293  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 73.7102

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0144      Pr(|T| > |t|) = 0.0288      Pr(T > t) = 0.9856

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 12: Teste paramétrico à igualdade de médias para o género dos PCA das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
gnerod~b	40	1	0	0	1	1
gnerod~v	39	1	0	0	1	1
combined	79	1	0	0	1	1
diff		0	0		.	.

diff = mean(gnerodopca\_pub) - mean(gnerodopca\_priv)      t = .  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = .

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = .      Pr(|T| > |t|) = .      Pr(T > t) = .

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 13: Teste paramétrico à igualdade de médias dos PCA estrangeiros das sociedades.

Governança de Sociedades no sector Público e Privado: Uma abordagem Financeira, Estrutural e Remuneratória

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
pcaest~b	40	.9	.0480384	.3038218	.8028331	.9971669
pcaest~v	39	1	0	0	1	1
combined	79	.9493671	.0248248	.2206479	.8999447	.9987895
diff		-.1	.0480384		-.1971669	-.0028331

diff = mean(pcaestrangeiro~b) - mean(pcaestrangeiro~v)      t = -2.0817  
Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 39

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.0220      Pr(|T| > |t|) = 0.0440      Pr(T > t) = 0.9780

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 14: Teste paramétrico à igualdade de médias para a idade dos executivos das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
idaded~b	40	52.01952	.5670846	3.586558	50.87248	53.16655
idaded~v	39	51.20652	.6144834	3.837447	49.96256	52.45047
combined	79	51.61816	.4175462	3.711231	50.78689	52.44943
diff		.8129983	.8361667		-.8522527	2.478249

diff = mean(idadedosexecut~b) - mean(idadedosexecut~v)      t = 0.9723  
Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 76.3384

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
Pr(T < t) = 0.8330      Pr(|T| > |t|) = 0.3340      Pr(T > t) = 0.1670

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 15: Teste paramétrico à igualdade de médias para o género dos executivos das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
gnerod~b	40	.8573833	.0301891	.1909327	.7963201	.9184466
gnerod~v	39	.9434066	.0178246	.1113146	.9073226	.9794906
combined	79	.8998505	.0181895	.1616715	.8636381	.936063
diff		-.0860233	.0350585		-.1560807	-.0159659

diff = mean(gnerodosexecut~b) - mean(gnerodosexecut~v)      t = -2.4537  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 63.0652

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0085      Pr(|T| > |t|) = 0.0169      Pr(T > t) = 0.9915

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 16: Teste paramétrico à igualdade de médias para os membros independentes das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
nmembr~b	40	.375	.1372229	.8678739	.0974405	.6525595
nmembr~v	39	3.564103	.5047612	3.152233	2.542267	4.585938
combined	79	1.949367	.3140643	2.791465	1.324113	2.574621
diff		-3.189103	.5230813		-4.243582	-2.134623

diff = mean(nmembrosindepe~b) - mean(nmembrosindepe~v)      t = -6.0968  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 43.5924

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0000      Pr(|T| > |t|) = 0.0000      Pr(T > t) = 1.0000

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 17: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração média individual do CA das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
remmdi~b	40	111322	12733.74	80535.25	85565.55	137078.4
remmdi~v	39	461064	91629.26	572224.5	275570.3	646557.7
combined	79	283979.4	49520.8	440150.5	185391.1	382567.8
diff		-349742	92509.83		-536790	-162694.1

diff = mean(remmdiaindiv~b) - mean(remmdiaindiv~v)      t = -3.7806  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 39.4676

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0003      Pr(|T| > |t|) = 0.0005      Pr(T > t) = 0.9997

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 18: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração fixa média do CA das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
remfix~b	40	122328.9	11769.39	74436.17	98523.02	146134.7
remfix~v	39	348655.9	20603.82	128670.8	306945.6	390366.1
combined	79	234059.9	17358.57	154286.4	199501.7	268618.2
diff		-226327	23728.38		-273781.8	-178872.3

diff = mean(remfixamdiaind~b) - mean(remfixamdiaind~v)      t = -9.5382  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 60.5617

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0000      Pr(|T| > |t|) = 0.0000      Pr(T > t) = 1.0000

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 19: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração média variável do CA das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
rem_va~b	40	4104.108	2223.753	14064.25	-393.8566	8602.072
remvar~v	39	405812.7	103094.8	643826.5	197108.2	614517.1
combined	79	202415.9	55449.15	492842.8	92025.14	312806.7
diff		-401708.5	103118.7		-610455.1	-192962

diff = mean(rem\_variavel\_m~b) - mean(remvarivelmdia~v)      t = -3.8956  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 38.0354

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0002      Pr(|T| > |t|) = 0.0004      Pr(T > t) = 0.9998

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 20: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração média do PCA das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
rem~_pub	40	138215.1	17578.8	111178.1	102658.7	173771.6
re~_priv	39	1166726	247686.3	1546801	665311.6	1668141
combined	79	645961.2	134992.2	1199837	377212.4	914710
diff		-1028511	248309.4		-1531023	-525999.8

diff = mean(rem\_media\_pca~b) - mean(rem\_media\_pca~v)      t = -4.1421  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 38.3828

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0001      Pr(|T| > |t|) = 0.0002      Pr(T > t) = 0.9999

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 21: Teste paramétrico à igualdade de médias para a remuneração média individual dos executivos das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
rem~cpub	40	126433	12367.36	78218.06	101417.6	151448.3
re~cpriv	39	754468.5	113834.8	710897.9	524022.1	984915
combined	79	436475.8	66477.67	590866.4	304129	568822.7
diff		-628035.6	114504.6		-859662.6	-396408.5

diff = mean(rem\_med\_ind\_ex~b) - mean(rem\_med\_ind\_ex~v)      t = -5.4848  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 38.8971

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0000      Pr(|T| > |t|) = 0.0000      Pr(T > t) = 1.0000

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 22: Teste paramétrico à igualdade de médias para as comissões de auditoria das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
co~a_pub	40	.325	.075	.4743416	.1732982	.4767018
c~a_priv	39	.7948718	.0655042	.4090739	.6622654	.9274782
combined	79	.556962	.0562453	.4999189	.4449863	.6689377
diff		-.4698718	.0995781		-.668204	-.2715396

diff = mean(comissodeaudit~b) - mean(comissodeaudit~v)      t = -4.7186  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 75.8785

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0000      Pr(|T| > |t|) = 0.0000      Pr(T > t) = 1.0000

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 23: Teste paramétrico à igualdade de médias para as comissões de remunerações das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
comiss..	40	.65	.0763763	.4830459	.4955144	.8044856
comiss..	39	1	0	0	1	1
combined	79	.8227848	.0432361	.3842907	.7367084	.9088612
diff		-.35	.0763763		-.5044856	-.1955144

diff = mean(comissoderemun~b) - mean(comissoderemun~v)      t = -4.5826  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 39

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0000      Pr(|T| > |t|) = 0.0000      Pr(T > t) = 1.0000

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 24: Teste paramétrico à igualdade de médias para as comissões de nomeações das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
comiss..	40	.05	.0348991	.2207214	-.0205901	.1205901
comiss..	39	.4615385	.0808704	.5050354	.2978249	.625252
combined	79	.2531646	.0492342	.4376029	.1551469	.3511823
diff		-.4115385	.0880793		-.588305	-.2347719

diff = mean(comissodenomea~b) - mean(comissodenomea~v)      t = -4.6724  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 51.7235

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.0000      Pr(|T| > |t|) = 0.0000      Pr(T > t) = 1.0000

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 25: Teste paramétrico à igualdade de médias para o rácio *Debt-to-Equity* das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
debtto~b	40	6.064454	4.168514	26.364	-2.367162	14.49607
debtto~v	39	5.019685	1.221202	7.626401	2.547492	7.491878
combined	79	5.548682	2.182038	19.39438	1.204578	9.892786
diff		1.044769	4.343713		-7.700552	9.790089

diff = mean(debttoequity\_pub) - mean(debttoequity\_p~v)      t = 0.2405  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 45.6366

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.5945      Pr(|T| > |t|) = 0.8110      Pr(T > t) = 0.4055

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 26: Teste paramétrico à igualdade de médias para o rácio de endividamento das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
rcio_e~b	40	1.250722	.1633048	1.03283	.9204071	1.581037
r~o_priv	39	.5618955	.0455258	.2843084	.4697334	.6540577
combined	79	.9106685	.093651	.8323883	.7242237	1.097113
diff		.6888266	.1695318		.3473758	1.030277

diff = mean(rcio\_endividam~b) - mean(rciodeend~o\_priv)      t = 4.0631  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 45.0184

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.9999      Pr(|T| > |t|) = 0.0002      Pr(T > t) = 0.0001

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 27: Teste paramétrico à igualdade de médias para o rácio de endividamento de MLP das sociedades.

Two-sample t test with unequal variances

Variable	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
endivi~b	40	.7497916	.1288684	.8150353	.4891307	1.010453
r~p_priv	39	.2442581	.0237534	.1483397	.1961719	.2923443
combined	79	.5002244	.0718262	.6384052	.3572295	.6432194
diff		.5055335	.1310392		.2410189	.7700481

diff = mean(endividamento\_~b) - mean(rciodeend~p\_priv)      t = 3.8579  
 Ho: diff = 0      Satterthwaite's degrees of freedom = 41.6457

Ha: diff < 0      Ha: diff != 0      Ha: diff > 0  
 Pr(T < t) = 0.9998      Pr(|T| > |t|) = 0.0004      Pr(T > t) = 0.0002

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 28: Modelo de regressão linear múltipla para as sociedades privadas.

Source	SS	df	MS	Number of obs = 39			
Model	9.7809e+12	5	1.9562e+12	F( 5, 33) =	24.25		
Residual	2.6619e+12	33	8.0662e+10	Prob > F	= 0.0000		
				R-squared	= 0.7861		
				Adj R-squared	= 0.7537		
Total	1.2443e+13	38	3.2744e+11	Root MSE	= 2.8e+05		

remmdiaindividualoca_priv	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gnerodoca_priv	-369227.8	604559.2	-0.61	0.546	-1599213	860757
idadedoca_priv	4324.792	13992.7	0.31	0.759	-24143.57	32793.15
estrangeirosnoca_priv	314922.4	281889.7	1.12	0.272	-258586.6	888431.4
remfixamdiainddosexecutivos_p~v	.5998981	.4416116	1.36	0.184	-.2985674	1.498364
remvarivelmdiadosexecutivos_p~v	.7388576	.0804018	9.19	0.000	.5752789	.9024363
_cons	-195891	1074170	-0.18	0.856	-2381307	1989525

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 29: Modelo de regressão linear múltipla para as sociedades públicas.

Governação de Sociedades no sector Público e Privado: Uma abordagem Financeira, Estrutural e Remuneratória

Source	SS	df	MS	Number of obs = 40			
Model	2.2267e+1	4	5.5667e+10	F( 4, 35) =	64.33		
Residual	3.0285e+10	35	865288593	Prob > F =	0.0000		
				R-squared =	0.8803		
				Adj R-squared =	0.8666		
Total	2.5295e+11	39	6.4859e+09	Root MSE =	29416		

remmdiaindividualdoca_pub	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gnerodoca_pub	6199.913	31867.72	0.19	0.847	-58494.99	70894.82
idadedoca_pub	-857.1772	1718.391	-0.50	0.621	-4345.697	2631.342
estrangeirosnoca_pub	-68441.48	41422.97	-1.65	0.107	-152534.6	15651.62
remfixamdiaindosexecutivos_pub	.9466446	.0748382	1.65	0.000	.7947149	1.098574
_cons	100973.2	120756	0.84	0.409	-144174.4	346120.8

Fonte: Output retirado do software estatístico STATA 12.0

Anexo 30: Amostra seleccionada de sociedades públicas e privadas.

<b>Empresas associadas ao Sector Empresarial do Estado</b>	<b>Empresas cotadas na EuroNext PSI-20</b>
Administração do Porto de Lisboa	Altri
Águas de Portugal	Banco BPI
ANA	BANIF
Caixa Geral Depósitos	BCP
Companhia Carris de Ferro de Lisboa	BES
CP-Caminhos de Ferro Portugueses	Brisa
CTT	Cimpor - Cimentos de Portugal
Estradas de Portugal	EDP - Energias de Portugal
Inapa	EDP Renováveis
Metro de Lisboa	Galp Energia
Metro do Mondego	Jerónimo Martins
Metro do Porto	MotaEngil
Párpublica SA	Portucel
Parque Escolar	Portugal Telecom
Parquexpo	REN
PME Investimento	Semapa
Refer	Sonae Indústria SGPS
RTP	Sonae
TAP	Sonaecom
Transtejo	Zon Multimédia

Fonte: Elaboração própria.

Anexo 31: Principais diferenças nas características dos modelos *One Tier* e *Double Tier*.

<b>Características</b>	<b>Modelo One Tier</b>	<b>Modelo Double Tier</b>
<b>Conselhos de Gestão da Sociedade</b>	Inexistência de supervisão separada	Conselho executivo e de supervisão separados
<b>Accionistas</b>	Estrutura dispersa	Os accionistas maioritários são, geralmente, os bancos
<b>Controlo Empresarial</b>	<i>Takeovers</i> essenciais para contornar falhas na gestão	Restrições aos processos de <i>Takeovers</i>
<b>Instituições Bancárias</b>	Papel reduzido na estrutura accionista	Importância no controlo e nas finanças da sociedade
<b>Capitalização Bolsista</b>	Forte componente bolsista	Reduzida componente bolsista

Fonte: Elaboração própria.