

Universidad de Extremadura

Facultad de Ciencias Económicas Y Empresariales

Departamento de Dirección de Empresas y Sociología



Doctorado en Administración de Empresas y Comercio Internacional

Tesis Doctoral

“La efectividad del gobierno corporativo: funciones, características del Consejo de Administración y el performance de las empresas portuguesas”

Dirigido por: Profesor Doctor Pedro Eugenio López Salazar

Doctorando: Abílio Pires Zacarias

Mayo 2014

Nota Biográfica

Abílio Pires Zacarias é licenciado em Organização e Gestão de Empresas pelo Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa desde 1983, tendo posteriormente frequentado com aprovação a Pós Graduação - Curso Geral de Gestão da Faculdade de Economia da Universidade Nova de Lisboa em 1991, o *Master of Business Administration*, com Especialização em Gestão Internacional, da Faculdade de Ciências Económicas e Empresariais da Universidade Católica Portuguesa em 1993 e em 2013 obteve o *Diploma de Estudios Avanzados (DEA)* do Programa de Doutoramento em *Marketing y Comercio Internacional* da *Facultad de Economia y Ciencias Empresariales da Universidad de Extremadura*.

Foi docente do Ensino Secundário, entre 1980 e 1982 e Vice-presidente do Conselho Administrativo da Escola Secundária de Vila Franca de Xira em 1984/85. Foi, igualmente docente no Instituto Superior de Línguas e Administração – Lisboa, no curso de Gestão de Empresas lecionando a disciplina de Planeamento e Controlo de Gestão entre 1989 e 1991, e no Instituto de Estudos Superiores Financeiros e Fiscais, tendo neste último, lecionado a disciplina de Política Geral e Estratégia da Empresa, nos cursos CESEs em Gestão Comercial e em Gestão Financeira. Desde 1992 até 2012 foi assistente convidado no Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa, no Departamento de Gestão, onde foi docente nos cursos de Gestão de Empresas, Economia, Finanças e Matemática para Gestão. Também é formador profissional, tendo lecionado no Centro de Formação Profissional para o Sector Alimentar, no CECOIA - Centro de Formação Profissional para o Comércio e Afins e no IDEFE - Instituto para o Desenvolvimento e Estudos Económicos, Financeiros e Empresariais em diversos cursos de Pós Graduação e de Executivos.

Em termos profissionais de negócios, foi Director Administrativo e Financeiro na Munditrading, Lda., entre 1983 e 1985 e Auditor Financeiro na Arthur Young & Co. entre 1984 e 1986. De 1986 a 1988 foi Técnico Economista no Banco de Fomento Nacional, onde foi responsável comercial para as empresas da área industrial química, foi Gestor de conta de grandes empresas no Barclays Bank entre 1988 e 1990. Posteriormente foi Chefe de Departamento Comercial no Generale de Bank e Director Comercial no Banco

Português de Negócios, entre 1990 e 1995 e 1995 e 2000, respectivamente, com a responsabilidade do desenvolvimento e acompanhamento comercial de empresas.

Agradecimentos

Escrever uma tese de doutoramento é um grande esforço individual, mas o processo de criação envolve, normalmente, muitas outras pessoas para além do autor. Por isso, gostaria de agradecer a várias pessoas, a sua contribuição para que este estudo fosse uma realidade.

Em primeiro lugar, um especial agradecimento, ao meu orientador Professor Doutor Pedro Eugenio Lòpez Salazar, pelo seu constante apoio e orientação, pois ele ajudou a tornar o processo claro e controlável.

Gostaria de agradecer, também ao Professor Doutor Carlos Pestana Barros, pela sua disponibilidade e apoio sobre o tema em estudo. Gostaria de agradecer à Catarina Igreja pelo seu apoio no inquérito eletrónico e à Andreia Ferreira pelo seu apoio no contacto com as empresas. Já o fiz individualmente mas gostaria de realça-lo publicamente, o meu agradecimento aos responsáveis das empresas que participaram neste estudo, respondendo ao inquérito eletrónico.

Um eterno e saudoso agradecimento aos meus pais, Joaquim e Fernanda, pelo seu constante apoio e carinho, porque sem isso, é muito difícil conseguirmos crescer numa forma equilibrada e realizar a boa obra de que gostaríamos.

Finalmente, agradecimentos à minha mulher, Marília, e ao meu filho João, pela sua condescendência, da minha pouca disponibilidade em estar mais presente ao seu lado, ao longo da feitura deste estudo.

Resumen

La tesis propone dos modelos multiteóricos del gobierno corporativo para medir el desempeño del Consejo de Administración en las empresas. El Consejo de Administración es uno de los elementos más importantes en el gobierno corporativo, que influye en el rendimiento de la empresa. Sin embargo, las evidencias de la investigación son ambiguas, por lo que es necesario hacer más investigaciones. En este contexto, se presenta el modelo de las funciones, cuyos resultados se obtuvieron utilizando el método estadístico de segunda generación - Modelos de Ecuaciones Estructurales (SEM), que permite concluir que las cuatro funciones del Consejo - la estrategia, el servicio, la supervisión y lo recurso, están asociadas con el desempeño organizacional. Por este motivo, una apuesta en la escuela activa, relacionada con el Consejo, promueve la eficacia empresarial. En cuanto al modelo de las características del Consejo, utilizando el análisis multivariado de varianza - MANOVA, este permite concluir que las características están también asociadas con el desempeño empresarial.

Palabras clave: gobierno corporativo; modelo multiteórico; consejo de administración; teoría de agencia; *stewardship theory*; *resource dependence theory*; rendimiento de la empresa; SEM; MANOVA.

Resumo

Esta tese propõe dois modelos multi-teóricos de *corporate governance*, para medir o desempenho do conselho de administração nas empresas. O conselho de administração (CA) é considerado um dos elementos mais importantes no governo das sociedades, que influencia a performance da empresa, no entanto, as evidências da investigação são ambíguas, por isso é necessário fazer novas investigações. Neste contexto, apresenta-se o modelo das funções, cujos resultados foram obtidos através do método estatístico de 2ª geração – Modelos de Equações Estruturais (SEM), que permite concluir que as quatro funções do CA – estratégia, serviço, controlo e recurso estão associadas à performance organizacional. Por isso uma aposta na escola ativa, relativo ao CA, favorece a eficácia da empresa. Quanto ao modelo das características do Conselho, utilizando análise multivariada de variância - MANOVA, permite concluir que as características também estão associadas à performance de empresa.

Palavras-chave: *corporate governance*; modelo multi-teórico; conselho de administração; teoria de agência; *stewardship theory*; *resource dependence theory*; desempenho de empresa; SEM; MANOVA.

Abstract

The thesis proposes two multi-theoretical models of corporate governance, to measure the performance of board of directors in companies. Board of directors is one of the most important issues in corporate governance, which influences company's performance, however, evidence of research are ambiguous, so it is necessary to do further research. In this context, the model of functions which results were obtained using the statistical method of 2nd generation - Structural Equation Modeling (SEM), shows that the four

functions of board - strategy, service, monitoring and resource are associated to organizational performance. Therefore, a bet on active school, related on board, promotes business effectiveness. Regarding the characteristics model of board, using multivariate analysis of variance - MANOVA, allows concluding that the characteristics are also associated with firm performance.

Keywords: corporate governance; multi-theoretical model; board of directors; agency theory; stewardship theory; resource dependence theory; firm performance; SEM; MANOVA.

ÍNDICE

RESUMEN	IV
ÍNDICE.....	VII
ABREVIATURAS.....	IX
ÍNDICE DE QUADROS E FIGURAS.....	XI
1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1. RELEVÂNCIA DA PERFORMANCE DO CONSELHO	1
1.2. IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA.....	5
1.3. HIPÓTESES ESTABELECIDAS.....	8
1.4. OBJECTIVOS DO ESTUDO.....	10
1.5. METODOLOGIA	11
1.6. CONTEÚDO DO ESTUDO	14
2. GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	16
2.1. IMPORTÂNCIA DO GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	16
2.2. CONCEITO DE CORPORATE GOVERNANCE	20
2.3. TEORIAS DE CORPORATE GOVERNANCE.....	22
2.3.1. teoria de agência.....	25
2.3.2. stewardship theory.....	30
2.3.3. resource dependence theory.....	32
2.3.4. managerial hegemony theory.....	35
2.3.5. property rights theory.....	37
2.3.6. stakeholder theory.....	40
3. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	44
3.1.1. origem e importância.....	44
3.1.2. funções do conselho	47
3.1.2.1. Estratégia.....	52
3.1.2.2. Serviço.....	67
3.1.2.3. Controlo.....	71
3.1.2.4. Recurso.....	74
3.1.2.5. Modelo das funções.....	77
3.1.3. características do conselho.....	80
3.1.3.1. Composição.....	81
3.1.3.2. Liderança.....	91

3.1.3.3. Modelo das características	94
4. METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO	96
4.1. CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	96
4.2. AMOSTRA E PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS	98
4.3. DADOS E VARIÁVEIS	100
4.3.1. funções do CA	101
4.3.2. características do CA	105
5. RESULTADOS	108
5.1. RESULTADOS DO MODELO DAS FUNÇÕES	108
5.2. RESULTADOS DO MODELO DAS CARACTERISTICAS	122
6. CONCLUSÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO	136
6.1. CONCLUSÕES SOBRE O MODELO DAS FUNÇÕES	136
6.2. CONCLUSÕES SOBRE O MODELO DAS CARACTERISTICAS	142
6.3. CONTRIBUIÇÕES PARA A GESTÃO	145
6.4. LIMITAÇÕES E FUTURAS INVESTIGAÇÕES	147
7. BIBLIOGRAFIA	149
ANEXO	193

ABREVIATURAS

AVE - *Average Variances Extracted*

CA – Conselho de Administração

CEO – *Chief Executive Officer*

CFA - *Confirmatory Factor Analysis*

CG – *Corporate Governance*

CR - *Critical Ratio*

EFA – *Exploratory Factor Analysis*

EU – *European Union*

EUA – Estados Unidos da América

GLM – *General linear model*

INE – Instituto Nacional de Estatística

Ku – *Kurtosis*

Manova - *Multivariate analysis of variance*

ML - *Maximum Likelihood*

MSA - *Measure of Sampling Adequacy*

OECD – *Organization for Economic Co-operation and Development*

OP – *Organizational performance*

ROA – *Return on Assets*

ROE – *Return on Equity*

ROS – *Return on Sales*

PCA - Presidente do Conselho de Administração

SEM - *Structural equation modeling*

Sk – *Skewness*

VIF - *Variance inflation factor*

ÍNDICE DE QUADROS E FIGURAS

Quadro 1.1 – Hipóteses.....	8
Quadro 2.1 – Comparação de teorias de <i>corporate governance</i>	24
Quadro 3.1 – Funções do CA segundo diversos investigadores.....	50
Quadro 4.1 – Caracterização dos respondentes e do CEO.....	100
Quadro 4.2 – Os fatores e seus indicadores.....	104
Quadro 4.3 – Variáveis dependentes e independentes.....	106
Quadro 5.1 – Estatística descritiva.....	108
Quadro 5.2 – Correlações entre indicadores.....	112
Quadro 5.3 – Pesos fatoriais.....	113
Quadro 5.4 – Resultados das estimativas do modelo de medida.....	115
Quadro 5.5 – Correlações entre constructos.....	120
Quadro 5.6 – Índices de qualidade do ajustamento.....	122
Quadro 5.7 – Estatística descritiva das variáveis dependentes.....	123
Quadro 5.8 – Estatística descritiva das variáveis independentes.....	123
Quadro 5.9 – Estatística descritiva das variáveis independentes contínuas.....	125
Quadro 5.10 – Correlações entre variáveis dependentes.....	127
Quadro 5.11 – Testes multivariados à dimensão do Conselho.....	128
Quadro 5.12 – Estimativa dos coeficientes.....	128
Quadro 5.13 – Testes multivariados ao número de administradores internos.....	129
Quadro 5.14 – Testes multivariados ao número de administradores externos.....	130
Quadro 5.15 – Estimativa dos coeficientes.....	131
Quadro 5.16 – Testes multivariados à liderança unitária.....	131
Quadro 5.17 – Testes multivariados à experiência executiva.....	132
Quadro 5.18 – Estimativa dos coeficientes.....	133
Quadro 5.19 – Estimativa dos parâmetros.....	134
Quadro 5.20 – Médias dos dois grupos.....	135
Quadro 6.1 – Resumo do teste de hipóteses do modelo das funções.....	142
Quadro 6.2 – Resumo do teste de hipóteses do modelo das características.....	145
Figura 3.1 – Funções críticas do Conselho.....	50
Figura 3.2 – Modelo multi-teórico das funções.....	79
Figura 3.3 – Modelo multi-teórico das características.....	95
Figura 4.1 – <i>Scree test</i>	114
Figura 4.2 – Estimativas do modelo das funções.....	117

“Corporate governance, better companies, better societies.”

Global Corporate Governance Forum (2010, February, p. 1)

“The aspiration of every board we have worked with, is to spend more time on strategy”

(Hendry, Kiel, & Nicholson, 2010, p. 33, citando Carter & Lorsch, 2004)

Para Albert Einstein, mais importante do que o conhecimento, é criar novo conhecimento.

(Wit & Meyer, 2010).

1. INTRODUÇÃO

1.1. RELEVÂNCIA DA PERFORMANCE DO CONSELHO

Esta tese propõe dois modelos multi-teóricos de *corporate governance*¹, um para analisar a influência das funções críticas do conselho de administração² na performance de empresa³ e outro para analisar a influência das características do Conselho nessa mesma performance. A relevância deste tema resulta, tanto da importância das empresas na economia, como do papel fundamental do Conselho na vida das empresas.

As empresas têm um papel importantíssimo na sociedade em geral, pois a economia dum país depende da capacidade e eficiência destas (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992). E “Corporations determine far more than any other institution the air we breathe, the water we drink, even where we live.” (Cadbury, 2000, p. 8). Então, as empresas desempenham um papel central nas nossas economias (OECD, 2004) e têm um enorme impacto na população em geral.

¹ Utilizarei, indistintamente, este termo anglo-saxónico, ou a tradução - governo das sociedades/governança das sociedades, usada pela OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico, pela CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (organismo público de supervisão e regulação dos mercados de bolsa em Portugal) e pelo Instituto Português de Corporate Governance.

² Em Portugal, o conselho de administração (*board*) é o órgão institucional competente para gerir as atividades das sociedades anónimas e tem exclusivos e plenos poderes de representação destas. O conselho de administração a que se refere o estudo, é o órgão com funções de supervisão e não o conselho com funções, exclusivamente, de gestão corrente da empresa. Neste sentido o conselho de administração, pode incluir administradores (membros do conselho de administração) com funções executivas na empresa ou apenas administradores não executivos na empresa. Doravante, utilizarei, indistintamente, conselho de administração, Conselho (s) ou CA.

³ A empresa a que o estudo se refere tem fins lucrativos e tem a forma jurídica de sociedade anónima, portanto o seu capital é representado por ações. Também utilizo, neste estudo, a expressão sociedade ou organização.

O Conselho é o decisor organizacional, final na empresa (Nicholson & Kiel, 2004a); e “the ultimate legal authority with respect to decision making in the firm.” (Adams & Ferreira, 2007, p. 218); em última instância, a sobrevivência e o sucesso dum empresa, dependem deste órgão institucional (Monks & Minow, 2008). Assim, a eficácia com que os Conselhos das empresas cumprem as suas responsabilidades, é determinante para a posição competitiva dum país (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992). Portanto, a saúde de nossas organizações, economias e da sociedade em geral, dependem de compreendermos como Conselhos podem influenciar o desempenho das empresas (Nicholson & Kiel, 2004a).

O conselho de administração é responsável pela governação de sua própria empresa (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992); deve, ser considerado um mecanismo interno de *corporate governance* (Walsh & Seward, 1990); e o elemento central de governo das sociedades (Daily, Dalton & Cannella, 2003; Finkelstein & D'Aveni, 1994; Guest, 2008). Por conseguinte, o Conselho é o enfoque do governo das sociedades (Cadbury, 2000); e o governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria de eficiência e de crescimento económico (OECD, 2004).

O governo das sociedades nunca foi tão atual e importante (Kiel & Nicholson, 2003). Para Tricker (2000), o *corporate governance* pode mesmo ser considerado como o tema central do século XXI, dado que:

The nineteenth century saw the foundations laid for modern corporations. This was the century of the entrepreneurs whose names became enshrined in the great companies they founded. The twentieth century became the century of management; the phenomenal growth of management theories, management consultants, even management gurus all reflecting a preoccupation with management. Now the new century promises to become the era of corporate governance - as the focus swings to the way power over corporate entities is wielded, made effective and legitimized. (p. 289)

Dada a sua importância, o governo das sociedades tem nas últimas décadas, atraído a atenção de académicos, de diversos domínios científicos, nomeadamente contabilidade, finanças, gestão, economia, psicologia e direito (Hambrick, Werder, & Zajac, 2008); mas esse interesse tem, em particular, desde finais da década de 90 (Filatotchev & Boyd, 2009), merecido um crescente interesse, para além da academia, também dos políticos e dos profissionais de empresas.

Este interesse no tema, deriva do facto central, dos investigadores quererem compreender melhor os fundamentos e o funcionamento das modernas organizações, mas também porque desde finais da década de 80, deflagraram enormes escândalos empresariais (Harris & Bromiley, 2007); como é o caso da Vivendi, Ahold, Parmalat, Enron, WorldCom, Arthur Andersen, para referir apenas alguns casos de má governação, com efeitos nefastos ao nível do crescimento económico do país, e para a vida de milhões de pessoas (Meisel, 2004). Leeds (2003) acrescentou, que entre 1997 e 2002, devido às fraudes e abusos, as empresas dos EUA, tiveram custos anuais superiores a 400 mil milhões de dólares, e que os escândalos geraram perda de confiança no mercado de valores mobiliários⁴, em geral, na gestão e nos relatórios publicados pelas empresas.

Também o efeito da globalização, da liberalização dos mercados financeiros e da maior exigência na responsabilização e transparência do conselho de administração das empresas, têm contribuído para que as funções e o funcionamento do Conselho seja um tema central no debate sobre *corporate governance* (Kiel & Nicholson, 2003; Ingley & Van Der Walt, 2005).

Mais recentemente, a crise financeira global e aperto de crédito, de 2008-2009, que envolveu os mercados financeiros e afetou todo o planeta, teve igualmente um contributo de má governação das sociedades (Conyon, Judge, & Useem, 2011).

⁴ Mercado de valores regulamentados – Bolsa de valores

Particularmente em Portugal, o caso Banco Português de Negócios, é também um exemplo de má governação e fraude empresarial, que pode custar ao erário público, um montante acima de 3,4 mil milhões de euros (Expresso, 2012). Estes custos públicos resultam do banco ter sido nacionalizado em Novembro de 2008, para evitar o seu colapso e possível contágio ao sistema financeiro português.

Não obstante as reformas efetuadas, grandes escândalos empresariais devidos a má governação continuam a suceder.

Apesar de todo este interesse e relevância do tema, é surpreendente não se ter chegado a uma definição de *corporate governance* (Ross & Crossan, 2012); nem ao consenso sobre eficácia do Conselho (Daily et al., 2003). No entanto a falta de consenso, não reduziu o interesse académico no tema (Horner, 2010), bem pelo contrário. Ou seja, a academia tem vindo a aumentar a sua atenção no tema, como documentam Pugliese et al. (2009), pois enquanto no período de 1972-1989, a média de artigos publicados na literatura de gestão, sobre *corporate governance* e estratégia, era de 1,3 por ano, no período de 2001-2007 esse índice subiu, exponencialmente, para 9,6 por ano. Numa abordagem mais genérica, Ahrens, Filatotchev and Thomsen (2011), testemunharam:

Corporate governance research has grown up. A search for refereed journal articles on corporate governance throws up 7,776 items and 8,268 hits if related work on ownership, incentives and boards is also counted. Most of this (4,783 articles) has been published since 2004. (pp. 311-312).

Adiantam Ahrens et al. (2011), que apesar deste enorme volume de pesquisa ainda sabemos muito pouco sobre o governo das sociedades, nomeadamente como o Conselho contribui para a performance da empresa. Leblanc and Schwartz (2007), acrescentaram que “the board of directors remains a kind of black box, whose internal workings can only be surmised from public information about decisions announced and actions taken. This is a serious, insurmountable problem for most researchers.” (p. 846)

Para desvendar o que está nesta “caixa negra”, é necessário que se faça mais investigação (Nicholson & Kiel, 2004b). Poucos tópicos, da área de negócios, parecem ser tão urgentes de analisar e compreender, como conselho de administração e governo das sociedades (Huse, 2007). Até porque a pesquisa sobre Conselho representa, a área mais importante no âmbito de *corporate governance* (Filatotchev & Boyd, 2009). E, como referem Huse, Minichilli and Schøning (2005) “Some would say that we are now in the golden age of board governance.” (p. 285)

A minha motivação para este trabalho, é analisar como o Conselho contribui, positivamente, para a performance da empresa. O contributo desta investigação, é medir/validar dois modelos multi-teóricos do conselho de administração e avaliar o seu impacto na performance da empresa. O primeiro modelo tem por base as funções críticas do CA, enquanto o segundo tem como base as características do Conselho. Estes modelos são aplicados ao tecido empresarial português, através dum trabalho de campo, inédito, contribuindo para a literatura de *corporate governance*, com o caso dum país não anglo-saxónico, respondendo assim aos apelos da academia, para que se façam estudos nestes países. Pois, como afirma Deutsch (2005), os estudos de *corporate governance*, têm-se concentrado em empresas norte-americanas. Contribui ainda para a literatura de *corporate governance* propondo, medindo e validando quatro constructos. Contribui também para a literatura de *Organizational performance* (OP) com a medição e validação de um constructo.

1.2. IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA

Face à falta de consenso sobre o conceito de *corporate governance* e sobre o papel do conselho de administração na empresa, diversas dúvidas persistem. Uma dessas

dúvidas é se o Conselho é um recurso ou apenas uma despesa para a empresa? (Kerr & Werther, 2008). Outra questão é saber se o Conselho é eficaz, ou seja, se contribuiu positivamente para a performance da empresa? Estas são questões que a academia tenta dar resposta, há mais de sete décadas (Zahra & Pearce, 1989). No entanto, apesar da extensa investigação existente, não se chegou ainda a um consenso de como os conselhos de administração acrescentam valor nas empresas que governam (Daily et al., 2003). A dificuldade em resolver este problema, tem sido de tal ordem que, Johnson, Daily and Ellstrand, (1996), compararam-no com a descoberta do mítico animal, “unicorn” (p. 433).

Tem havido uma forte convicção que a utilização do conselho de administração, como mecanismo interno de *corporate governance*, é fundamental para melhorar a performance da empresa (Bhagat & Black, 1999; Bhagat & Bolton, 2008; Forbes & Milliken, 1999; Hillman & Dalziel, 2003; Johnson et al., 1996; Pearce & Zahra, 1992; Stiles & Taylor, 2001; Zahra & Pearce, 1989). Talvez o argumento mais persuasivo para acreditar que há uma relação positiva entre governo das sociedades e performance das empresas é que “many investors believe that it exists.” (Cadbury, 2000, p. 12). No entanto, apesar desta presunção, a investigação empírica realizada, é ambígua nas evidências inequívocas e sistemáticas dessa relação, tanto relativamente às características do Conselho, como das suas funções.

No âmbito das características do Conselho, podemos dividir os investigadores em três grupos, cada um com diferentes conclusões. No primeiro grupo, temos os investigadores que não encontraram evidência duma relação sistemática entre composição do Conselho e performance da empresa (Bhagat & Black, 2002; Coles, McWilliams & Sen, 2001; Hermalin & Weisbach, 2003; Kaufman & Englander, 2005). Também Lawrence (1997), não encontrou evidência no relacionamento entre demografia do Conselho e performance da empresa. O’Connell and Cramer (2010) encontraram, mesmo uma forte relação negativa entre tamanho do Conselho e performance da empresa. Enquanto Yermack (1996) e Hermalin and Weisbach (2003), concluíram existir uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração

e performance da empresa. Já, Eklund, Palmberg, and Wiberg (2009) concluíram que a relação entre dimensão do conselho de administração e performance da empresa é ambígua. Portanto, estes diversos autores, ou não encontraram relação positiva entre diversas características do Conselho e performance da empresa ou encontraram mesmo uma relação negativa.

Um segundo grupo, formado por Wagner, Stimpert, and Fubara (1998) encontraram resultados muito modestos, da relação entre composição do Conselho e desempenho da empresa.

Em sentido contrário, um terceiro grupo, formado por Jackling and Johl (2009) e Shleifer and Vishny (1997), que encontraram evidências de relação positiva entre composição do Conselho e performance da empresa.

Por conseguinte, os resultados obtidos, entre composição do Conselho e desempenho, são ambíguos.

Quanto às funções desempenhadas pelo Conselho e sua relação com a performance de empresa, o número de estudos empíricos é diminuto. Por exemplo, quanto à função estratégia estes são inconclusivos, na identificação de qual deve ser a participação do Conselho na estratégia da empresa (Pugliese et al., 2009).

Várias são as razões para que os resultados dos estudos realizados, tanto quanto à composição como em relação às funções do Conselho, sejam inconclusivos. Uma razão reside no fato, de em termos gerais, os estudos considerarem apenas uma das variáveis de *corporate governance*, por exemplo a sua independência ou a dualidade de liderança (Bhagat & Bolton, 2008), outra razão, é porque boa parte dos estudos baseia-se apenas numa só teoria, isoladamente.

Apesar da extensa pesquisa realizada, o conhecimento sobre Conselho e as suas consequências na empresa, ainda é limitado (Sener, Varoglu, & Aren 2011). Uma razão para esse desconhecimento, advém do facto do Conselho ser muito difícil de ser estudado, diretamente (Leblanc & Schwartz, 2007). Outra razão deste conhecimento

limitado sobre o Conselho reside no facto de os estudos terem sido, principalmente, concretizados com base em inquéritos com participação limitada ou em dados de arquivo (Hendry & Kiel, 2004). Daí que seja determinante fazer novos estudos (Johnson et al., 1996); porque a eficácia dos conselhos de administração é uma questão importante para os profissionais, reguladores e académicos (Hillman, Nicholson & Shropshire, 2008).

É preciso, igualmente, que a investigação vá para além, dos clássicos indicadores - “usual suspects”, para que a academia conclua o que devem os conselhos de administração fazer, para funcionar melhor (Finkelstein & Mooney, 2003, p. 101).

No sentido de contribuir para a solução do problema identificado, esta tese segue a abordagem empregue nos trabalhos acima citados, propondo dois modelos multi-teóricos para descrever elementos das funções e características do Conselho, da performance de empresa, e estabelecer hipóteses sobre as relações entre esses elementos.

1.3. HIPÓTESES ESTABELECIDAS

No Quadro 1.1 identificam-se as hipóteses a ser testadas.

Quadro 1.1 – Hipóteses

Número	Descrição
H1	A função estratégia influencia positiva e significativamente a performance de empresa
H2	A função estratégia está correlacionada positiva e significativamente com a função serviço
H3	A função estratégia está correlacionada positiva e significativamente com a função controlo

H4	A função estratégia está correlacionada positiva e significativamente com a função recurso
H5	A função serviço influencia negativa e significativamente a performance de empresa
H6	A função serviço tem uma correlação positiva e significativa com a função controlo
H7	A função serviço tem uma correlação positiva e significativa com a função recurso
H8	A função controlo, está positiva e significativamente associada à performance de empresa
H9	A função controlo tem uma correlação positiva e significativa com a função recurso
H10	A função recurso está positiva e significativamente associada à performance de empresa
H11	O tamanho do Conselho está positiva e significativamente associado à performance de empresa
H12	O número de administradores executivos no Conselho tem uma relação negativa e significativa com a performance de empresa
H13	O número de administradores externos está positiva e significativamente associado com a performance de empresa
H14	A liderança unitária está associada positiva e significativamente à performance de empresa
H15	A experiência executiva anterior na empresa, por parte do Presidente do Conselho de Administração (PCA), está associada positiva e significativamente à performance de empresa

Fonte: Elaboração própria

1.4. OBJETIVOS DO ESTUDO

Em termos genéricos, esta tese pretende desenvolver dois modelos multi-teóricos para análise da influência das funções e características do conselho de administração na performance de empresa.

Mais concretamente, podem-se identificar seis objetivos, tanto do ponto de vista académico, como prático e que são os seguintes:

1. Elaborar os constructos teóricos que descrevem as funções críticas do Conselho com base na literatura de *corporate governance*;
2. Elaborar o constructo teórico que descreve a performance de empresa com base na literatura de OP;
3. Apresentar o modelo das características do Conselho e formular as hipóteses sobre a influência destas características na performance de empresa;
4. Formular as hipóteses sobre as relações entre os constructos do modelo das funções;
5. Validar o modelo multi-teórico das funções e confirmar as hipóteses formuladas;
6. Validar o modelo multi-teórico das características e confirmar as hipóteses formuladas;

1.5. METODOLOGIA

De acordo com os objetivos definidos, os modelos propostos e as hipóteses identificadas, desenvolveu-se uma estratégia para os atingir, que se apresenta de seguida.

Para o estudo teórico foram consultadas as bases de dados bibliográficas da Biblioteca do Conhecimento Online (*b-on*). Esta biblioteca digital, está disponível desde 2004, e permite o acesso ilimitado e permanente às instituições de investigação e de ensino superior, portuguesas, de textos integrais de milhares periódicos científicos e *e-books*, de alguns dos mais importantes fornecedores de conteúdos, nomeadamente da *Web of Knowledge*, *Academic and Business Search Complete (EBSCO)*, *Wiley Online Library (Wiley)*, *JSTOR* e *Emerald*. A pesquisa efetuada incidiu sobre os temas, governo das sociedades, conselho de administração, funções do Conselho, tarefas do Conselho, características do Conselho e performance de empresa, no âmbito das teorias de agência, *stewardship*, *resource dependence*, *managerial hegemony*, *stakeholder e property rights*. Depois foram selecionados os artigos científicos, das revistas incluídas na lista do *The Institute for Scientific Information (ISI)*, da área de gestão e finanças e destas foram selecionadas as principais revistas. Dos artigos selecionados anteriormente, foram lidos os *abstract*, para fazer a seleção final, desta fase. Complementarmente a esta seleção foram consultados outros artigos e livros, dada a sua relevância sobre os temas em estudo.

Para o estudo quantitativo, que tem por objetivo testar teorias e explorar relações entre variáveis (Creswell, 2009), utilizou-se o questionário como instrumento de obtenção de dados sobre as empresas. O questionário permite a ação direta do investigador sobre o objeto de investigação, é o instrumento mais utilizado e constitui um conjunto lógico e objetivo de questões relacionadas aos elementos da pesquisa. O questionário utilizado só tem perguntas fechadas, pois assim é mais objetivo na coleta

de dados para serem analisados por critérios predeterminados (Creswell, 2009). Esta pesquisa de levantamento proporciona uma descrição quantitativa de tendências das empresas portuguesas. Este estudo é transversal, com intenção de generalizar (Babbie, 1990).

A análise dos dados coletados foi realizada por meio de métodos de análise multivariada, que são métodos estatísticos utilizados quando múltiplas variáveis são medidas simultaneamente em cada elemento amostral (Tabachnick & Fidell, 2007; Timm, 2002). Para analisar o modelo complexo das funções do conselho de administração (CA) e a performance de empresa, foi usada a análise de equações estruturais (SEM), que incorpora caminhos causais e a identificação da força coletiva das múltiplas variáveis. Relativamente às características do Conselho e performance de empresa foi utilizada a análise multivariada de variância (MANOVA). Complementarmente, tal como sugerido por Dess and Robinson (1984), aos dados primários obtidos, recorreu-se a dados objetivos secundários das empresas alvo.

O calendário das diferentes etapas do estudo foi o seguinte:

Etapa	Meios/ações	Prazo
1. Estudo teórico (revisão de literatura e preparação dos modelos e da análise empírica)	<ul style="list-style-type: none"> • Internet • Revistas especializadas • Livros • Bibliotecas 	De Janeiro 2010 a Fevereiro 2011
2. Estudo empírico	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Identificação dos critérios de seleção ▪ Contato com o INE 	De Fevereiro 2011 a Abril 2011
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contato com as empresas para confirmação e/ou identificação dos endereços eletrónicos e dos respondentes 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contato telefónico com as empresas 	De Abril 2011 a Julho 2011
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Elaboração do questionário 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Seleção dos indicadores de acordo com o 	Mai 2011

LA EFECTIVIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO

	estudo teórico	
▪ Realização do questionário	▪ Utilização da plataforma eletrónica LimeService	Junho 2011
▪ Realização de Pré-teste	▪ Seleção e reunião com as empresas alvo	Setembro 2011
▪ Envio do questionário para as empresas	▪ Internet	Setembro 2011
▪ Acompanhamento das empresas	▪ Internet ▪ Contato telefónico	De Outubro a Março 2012
▪ Receba da dados secundários	▪ Internet ▪ Contato telefónico	De Abril 2012 a Novembro de 2012
▪ Tratamento e análise da informação	▪ Introdução das dados ▪ Utilização da STATA (versão 12.0)	De Dezembro 2012 a Março 2013
3. Elaboração do relatório com estudo teórico e empírico	• Utilização do Office – Word, Excel, PowerPoint • Utilização do STATA (versão 12.0)	De Abril 2013 a Abril 2014
▪ Entrega do relatório		Maior 2014

1.6. CONTEÚDO DO ESTUDO

Este trabalho está dividido em sete capítulos. O primeiro é esta introdução, na qual justifico a relevância e atualidade do tema, o interesse da academia, dos profissionais, da política e do público em geral, a minha motivação para levar a cabo este trabalho e a inovação que ele traz. Identifico, também, o problema, para o qual este estudo pretende contribuir a esclarecer e descrevo as hipóteses estabelecidas. A identificação dos objetivos a atingir, a metodologia utilizada e a discriminação do conteúdo do estudo, encerram este primeiro capítulo.

O segundo capítulo é a revisão de literatura do governo das sociedades. Nesta revisão identifica-se: a relevância do governo das sociedades, que pode ser considerado o tema do século XXI; a importância do *corporate governance* nas economias contemporâneas; os diferentes conceitos de *corporate governance* com base em diferentes perspectivas teóricas; e caracterizam-se seis teorias relevantes de *corporate governance* que foram dominantes em diferentes estádios após a Revolução Industrial.

O terceiro capítulo é a revisão de literatura do conselho de administração. O Conselho é o mecanismo interno e central de governo das sociedades, cujas características e nível de intervenção na empresa pode afetar a performance desta. Para além da sua origem e importância, são identificadas funções críticas e características relevantes do Conselho. Com base nestas funções e características, são propostos dois modelos multi-teóricos, integrados, baseado nas teorias mais utilizadas na pesquisa em *corporate governance*, com o objetivo de identificar qual o impacto destas na performance de empresa. Para além dos modelos são estabelecidas hipóteses sobre as relações entre os elementos do fenómeno estudado.

No quarto capítulo, são descritos os procedimentos metodológicos que orientam o cumprimento dos objetivos da tese. A investigação também é caracterizada segundo as

escolhas realizadas quanto à metodologia científica. São ainda fundamentados os métodos aplicados nas diversas etapas do trabalho, com atenção especial aos métodos estatísticos necessários à validação dos modelos.

No quinto capítulo faz-se o desenvolvimento dos modelos multi-teóricos, que envolve a elaboração de constructos, com suas definições e variáveis. Também são apresentados os resultados da análise estatística dos modelos, a partir dos dados coletados sobre as empresas portuguesas. A abordagem emprega métodos de análise estatística multivariada, nomeadamente análise de equações estruturais (SEM), e análise multivariada de variância (MANOVA).

No sexto capítulo fazem-se as considerações finais da tese, com a avaliação do cumprimento dos objetivos e dos resultados obtidos, identificam-se as limitações do estudo e apresentam-se sugestões de alternativas para estudos futuros. De realçar, nestas futuras linhas de investigação, a necessidade de estudos empíricos ao universo empresarial, noutros países não anglo-saxónicos.

No sétimo capítulo, descreve-se a bibliografia consultada.

2. GOVERNO DAS SOCIEDADES

O capítulo 2 realça a importância, nas economias contemporâneas, do governo das sociedades, pois este pode ser considerado o tema do século XXI em virtude de ser uma componente fulcral para a melhoria de eficiência e crescimento económico. Também se enunciam conceitos de *corporate governance* que têm por base diferentes perspetivas teóricas, e caracterizam-se seis teorias relevantes de *corporate governance* que foram dominantes em diferentes estádios da sociedade após a Revolução Industrial.

2.1. IMPORTÂNCIA DO GOVERNO DAS SOCIEDADES

O governo das sociedades é praticado há mais de mil anos (Tricker, 2000). No entanto, adianta o autor, o estudo do tema tem menos de um século, e a expressão “*corporate governance* was not used until the 1980s.” (p. 289).

Na evolução de *corporate governance*, Gomez and Korine (2005) identificam três grandes períodos. O primeiro, em que as empresas eram tipicamente dominadas pelas famílias fundadoras, iniciou-se na Revolução Industrial e foi até aos anos 1920. O segundo período, marcado pela ascensão do gestor profissional, a dominar os destinos da empresa, durou até aos 1970. O último período, o atual, é caracterizado pela crescente responsabilização da empresa perante a sociedade.

Nestes períodos dominaram diferentes teorias de *corporate governance*. Assim, o primeiro período foi dominado pela *property rights theory*. No segundo período, as teorias dominantes foram a *legal theory* e a *managerial hegemony theory* (Hendry &

Kiel, 2004). No terceiro período, temos maior partição das influências de teorias e por períodos mais curtos. Assim, dos anos 70 até meados dos anos 80, a teoria dominante foi a *resource dependency* e desde meados dos anos 80 até início do século XXI a teoria dominante foi a teoria de agência (Huse, 2007). Mais recentemente, desde o início deste século até 2007, em vez duma teoria dominante, existe uma abordagem multi-teórica, em que a maioria das teorias referidas já não é a teoria de agência (Pugliese et al., 2009).

Como dizia Hambrick et al. (2008) “the domain of corporate governance is it self in flux: as corporations and societal norms evolve, so do the boundaries of what constitutes governance.” (p. 381), ou seja, historicamente temos tido diferentes teorias dominantes de *corporate governance*, em função dos equilíbrios que se estabelecem entre os vários atores, nas sociedades em geral.

Os investigadores encaram estas mudanças como encruzilhadas, como se pode registar em Pearce and Zahra (1989) “research on boards of director is at a crossroads.” (p. 325). Mais tarde Bradley, Schipani, Sundaram, and Walsh (1999), intitulavam o seu artigo “corporate governance at a crossroads.” (p. 9). Posteriormente Daily et al. (2003) começam o seu artigo com, “The field of corporate governance is at a crossroads” (p. 371). Mais recentemente Monks (2011) afirmava que “corporate governance is at a crossroads” (p. 62). Portanto, mudam-se os tempos, mas mantém-se a dificuldade para definir uma teoria geral de *corporate governance*. Assim, segundo Huse (2007), em vez duma perspetiva teórica, temos um conjunto de teorias, nomeadamente *property rights theory*, *legal theory*, *managerial hegemony theory*, *agency theory*, *resource dependency theory*, *resource-based theory*, *stewardship theory*, *stakeholder theory*, que influenciam o governo das sociedades, e daí a sua expressão “Corporate governance can be seen as a struggle between ideologies” (p. 24).

O governo das sociedades tem, nas últimas décadas, atraído a atenção de académicos, de diversos domínios científicos, como contabilidade, finanças, gestão, economia, psicologia e direito (Hambrick et al., 2008). Mas, especialmente desde finais da década de 90 (Filatotchev & Boyd, 2009), este tema, tem merecido um crescimento

interesse de investigação, tanto por parte da academia, como da imprensa e dos políticos.

Este interesse no tema, deriva do facto central, dos investigadores quererem compreender melhor os fundamentos e o funcionamento das modernas organizações, mas também pelo facto de, desde finais da década de 80, terem deflagrado enormes escândalos empresariais (Harris & Bromiley, 2007); como é o caso da Vivendi, Ahold, Parmalat, Enron, WorldCom, Arthur Andersen, para referir apenas alguns casos de má governação das sociedades, com efeitos nefastos ao nível do crescimento económico do país, como para a vida de milhões de pessoas (Meisel, 2004).

Na sequência destes escândalos, os mercados financeiros instituíram exigentes regras de *corporate governance*, tais como a Lei Sarbanes-Oxley (daqui em diante SOX)⁵, Diretivas da União Europeia de Direito da Empresa e inúmeros códigos nacionais de *corporate governance* (Bezemer, Peij, Maassen, & Alder, 2012). Estas iniciativas de reforma têm em comum a preocupação: (i) restabelecer a confiança do público e (ii) garantir que controlos e apoios, portanto equilíbrios adequados, são implementados no sistema de regulamentação e nas empresas (Daily et al. 2003). No entanto estes objetivos, não foram, ainda, alcançados e portanto, é necessário complementar com outras ações. Como prova dessa ineficácia, temos a mais recente crise financeira global e aperto de crédito, de 2008-2009, que envolveu os mercados financeiros e afetou todo o planeta, que teve um contributo de má governação das sociedades (Conyon et al., 2011). Particularmente em Portugal, o caso Banco Português de Negócios, é também um exemplo de má governação e fraude empresarial, que pode custar ao erário público, um montante acima de 3,4 mil milhões de euros (Expresso,

⁵ A Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX), ou *Sarbanes-Oxley Act*, é uma lei dos EUA, assinada em 30 de Julho de 2002, com o intuito de responder à desconfiança dos investidores, após os escândalos financeiros e os abusos contabilísticos empresariais, descobertos nos últimos anos do século XX e no início do século XXI. A abrangência da *Sarbanes-Oxley* é vasta, pois vai desde questões sobre a governação das sociedades e responsabilidade dos administradores até às regras para a negociação de títulos e divulgação de informação.

2012). Estes custos públicos resultam do banco ter sido nacionalizado em Novembro de 2008, para evitar o seu colapso e o possível contágio ao sistema financeiro português. Também a *Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) Steering Group*, corrobora que a fraca governação das sociedades é uma das principais causas da crise financeira (Kirkpatrick, 2009; OECD Steering Group on Corporate Governance, 2010).

Para Kiel and Nicholson (2003), o governo das sociedades nunca foi tão atual e importante. Nesta linha, de relevância, Tricker (2000), afirmou que o *corporate governance* pode mesmo ser considerado como o tema central do século XXI:

The nineteenth century saw the foundations laid for modern corporations. This was the century of the entrepreneurs whose names became enshrined in the great companies they founded. The twentieth century became the century of management; the phenomenal growth of management theories, management consultants, even management gurus all reflecting a preoccupation with management. Now the new century promises to become the era of corporate governance - as the focus swings to the way power over corporate entities is wielded, made effective and legitimized. (p. 289)

Em termos práticos, Shleifer and Vishny (1997), realçaram no seu artigo *A survey of corporate governance*, que "the subject of corporate governance is of enormous practical importance" (p.737).

Assim o governo das sociedades tem uma grande importância nas economias contemporâneas e afeta-as transversalmente, visto que "is of substantial interest to corporate executives, labor leaders, investors, politicians, and regulatory bodies." (Hambrick et al., 2008, p.384). E o governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria de eficiência e de crescimento económico (OECD, 2004).

Apesar desta grande importância do assunto, não temos, ainda, uma teoria geral de *corporate governance*, como veremos mais em detalhe no ponto seguinte, pela análise das várias influências na própria definição.

2.2. CONCEITO DE CORPORATE GOVERNANCE

Não existe uma definição única, aceite por todos, de *corporate governance* (Ross & Crossan, 2012). As definições de *corporate governance* que existem, refletem normalmente os objetivos do autor e da sua teoria dominante (Huse, 2007).

Alguns autores, nomeadamente Shleifer and Vishny (1997), optaram por uma visão mais restrita e definiram *corporate governance* como “the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment.” (p. 737). A empresa, nesta perspetiva, tem como objetivo maximizar o valor para o acionista e a preocupação do Conselho é evitar o oportunismo da gestão de topo⁶ (Huse, 2007).

⁶ Gestão de topo é a equipa, ou individuo, responsável pela gestão corrente ou no dia-a-dia da empresa. Os anglo-saxónicos chamam-lhe *Top Management Team*.

Outros autores optaram por uma visão mais abrangente. Por exemplo, Cadbury (2000), define *corporate governance* como “the system by which companies are directed and controlled.” (p. 8). Para Monks and Minow (2008):

In essence, corporate governance is the structure that is intended to make sure that the right questions get asked and that checks and balances are in place to make sure that the answers reflect what is best for the creation of long-term, sustainable value. (p. 3).

Pode-se inferir desta última definição, que a estrutura de governação serve para encorajar o uso eficiente dos recursos bem como exigir a prestação de contas pela utilização desses recursos. Monks and Minow (2008) acrescentaram, que os três principais atores para esses controlos e equilíbrios de *corporate governance* são a gestão de topo, o conselho de administração e os acionistas.

Para a OECD (2004), também neste âmbito abrangente, a definição de *corporate governance* é a seguinte:

Corporate governance involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined (p. 11).

Para Hambrick et al. (2008), *corporate governance* é “the formal structures, informal structures, and processes that exist in oversight role and responsibilities in the corporate context.” (p. 381).

Também Daily et al. (2003), definem *corporate governance* “as the determination of the broad uses to which organizational resources will be deployed and the resolution of conflicts among the myriad participants in organizations.” (p. 371).

Muito recentemente Wheelen and Hunger (2012) consideraram o *corporate governance* como a relação que se estabelece entre conselho de administração, gestão de topo e acionistas, na determinação do rumo e performance da empresa.

Apesar das definições não serem coincidentes, existem pontos comuns. Um dos aspetos, praticamente comum a todas as definições, é o papel determinante do Conselho. Esta referência está, aliás, em consonância com a opinião de que o conselho de administração é o elemento central (Daily et al., 2003; Finkelstein & D'Aveni, 1994) e fundamental de governo das sociedades (Guest, 2008). Portanto deve ser considerado um mecanismo interno de *corporate governance* (Walsh & Seward, 1990); e o enfoque do governo das sociedades (Cadbury, 2000). A pesquisa sobre conselho de administração das empresas representa, provavelmente, a área mais importante no âmbito da investigação de *corporate governance* (Filatotchev & Boyd 2009).

Estas definições, refletem as preferências teóricas dos seus autores. Das várias teorias de *corporate governance*, vai-se em seguida enunciar seis, que têm sido importantes em diferentes estádios de evolução da economia após a Revolução Industrial.

2.3. TEORIAS DE CORPORATE GOVERNANCE

O interesse e importância do governo das sociedades têm sido crescentes e reconhecidos tanto dentro como fora da academia (Bebchuk & Weisbach, 2010). Adiantaram os autores, que no mundo académico, o interesse no governo das sociedades tem sido verdadeiramente interdisciplinar, com muito trabalho a ser realizado por investigadores de economia e finanças, mas também de gestão, direito e contabilidade. Se atendermos ao estudo da relação entre Conselho e performance da empresa, a investigação tem mais de sete décadas (Zahra & Pearce, 1989). Entretanto,

durante este tempo, muitas têm sido as perspectivas teóricas apresentadas, como explicativas de *corporate governance*. Como afirma Owen (2008), o *corporate governance*, na sua estrutura teórica, é caracterizado por uma divisão ideológica; a qual divisão ideológica, está consubstanciada nas diversas teorias. As principais perspectivas teóricas de *corporate governance* são *agency theory*, *stewardship theory*, *stakeholder theory*, e *managerial hegemony theory* (Cornforth, 2004). Para além destas, também a *property rights theory* e a *resource dependency theory* merecem destaque (Huse, 2007), e todas estas perspectivas, avançam com uma definição de *corporate governance* que por vezes não são coincidentes entre si e nalguns casos até colidem.

Assim, são várias as teorias de *corporate governance*, não existindo uma teoria integrada (Carver, 2007; Nicholson & Kiel, 2007), ou seja, vários e diferentes enquadramentos teóricos têm tentado explicar e analisar o *corporate governance*. Apesar de diferentes definições, baseadas em diversas perspectivas teóricas, todas elas, implícita ou explicitamente, referem a importância do conselho de administração nas empresas (Ross & Crossan, 2012). No caso da investigação em estratégia e gestão, podemos constatar essa diversidade, nos trabalhos de Hillman and Dalziel (2003), Hung (1998), Huse (2007) e Zahra and Pearce (1989). Cada uma das teorias atrás referidas aborda por vezes, o *corporate governance* de uma forma diferente, em termos da terminologia usada, na perspectiva que dá desta problemática e mesmo da área científica que tem por base. Neste contexto, em jeito de síntese, o Quadro 2.1 apresenta um resumo sobre estas seis teorias relevantes de *corporate governance*, que serão desenvolvidas de seguida.

Quadro 2.1 – Comparação de teorias de *corporate governance*

Item/ Teoria	<i>Agency</i>	<i>Stewardship</i>	<i>Resource dependency</i>	<i>Managerial hegemony</i>	<i>Property rights</i>	<i>Stakeholder</i>
Área(s) científica(s) de base	Finanças e economia	Psicologia e sociologia	Sociologia	Sociologia e psicologia	Economia	Sociologia, economia, política e ética
Interesses	Acionistas/ administra- dores e gestores têm interesses diferentes	Acionistas/ administra- dores e gestores partilham interesses	<i>Stakeholders</i> e empresa têm diferentes interesses	Acionistas/ administra- dores e gestores têm interesses diferentes	Detentores de direitos de propriedade têm os direitos residuais	<i>Stakeholders</i> têm diferentes interesses
Administra- dores	Acionistas ou os seus representan- tes	Especialistas	Escolhidos para influenciar os <i>stakeholders</i> mais importantes	Acionistas ou os seus representan- tes	Representan- tes dos detentores de direitos de propriedade	Representan- tes dos <i>stakeholders</i>
Função principal do Conselho	Controlo	Serviço e Estratégia	Recurso	<i>Rubber stamp</i>	Controlo	Controlo
Autores e	Eisenhardt, 1989; Fama	Davis et al., 1997;	Hillman et al., 2009; Pfeffer,	Berle & Means,	Alchian 1965, 1969;	Donaldson & Preston,

obras	& Jensen, 1983a; Jensen, 1993; Jensen & Meckling, 1976	Donaldson, 1990, 2008	1973; Pfeffer & Salancik, 1978; Selznick, 1949; Zald, 1967:	1932; Lorch & MacIver, 1989; Mace, 1971, 1972; Pfeffer, 1972	Coase 1959, 1960; Cheung 1970; Demsetz 1967; Furubotn e Pejovich 1974; Grossman & Hart, 1986; Hart & Moore, 1990	1995; Freeman, 1984; Freeman & Reed, 1983; Mitchell, Agle, & Wood, 1997; Posner & Schmidt, 1992; Rowley, 1997
-------	--	-----------------------	---	--	--	---

Fonte: Elaboração própria

2.3.1. TEORIA DE AGÊNCIA

A teoria de agência é antecessora de outras teorias influentes, como a *resource dependence*, *resource-based view*, *institutional theory* (Dalton et al., 2007), e mesmo da *stewardship theory*. Para além destas, Kim and Mahoney (2005) afirmaram que, a teoria de agência tem antecedentes comuns com outras teorias, tais como a *property rights*

theory e a *transaction costs theory*. Esta perspectiva teórica é, também, a mais utilizada na pesquisa de *corporate governance* (Dalton et al., 2003; Dalton et al., 1998; Huse 2007; Johnson et al., 1996; Pugliese et al., 2009; Shleifer & Vishny, 1997; Zahra & Pearce, 1989). Huse, Hoskisson, Zattoni, and Viganò (2011), especificaram que nestas últimas duas décadas, esta teoria tem dominado a investigação. Esta situação leva mesmo alguns investigadores, a considerarem que as noções de teoria de agência e de *corporate governance*, se confundem, são equivalentes no essencial (Dow & Raposo, 2005; Lubatkin, 2005; Shleifer & Vishny, 1997; Zajac & Westphal, 2004). Esta teoria tem por base as áreas científicas de finanças e economia (Solomon, 2010).

Historicamente, as empresas eram geridas pelo seu fundador e proprietário e pelos seus descendentes. Assim, a propriedade da empresa e o poder de controlo residiam nas mesmas pessoas.

À medida que as empresas foram crescendo, pela necessidade de abraçar grandes projetos, como o dos caminhos-de-ferro, entre outros, tiveram necessidade de captar novos proprietários, que conjuntamente financiassem os avultados investimentos a fazer.

Para além desta questão económica, em 1886, o Supremo Tribunal dos EUA decidiu, que as empresas de capital disperso eram, naturalmente, uma entidade dentro da Constituição do país (Bradley et al., 1999). Esta decisão, conjuntamente com a situação propícia de mercado, levou a uma explosão no aparecimento de empresas de capital disperso, que em 1919, já empregavam mais de 80% da mão-de-obra norte americana (Dalton et al., 2007). Em 1932, Berle and Means, no seu trabalho seminal *The Modern Corporation and Private Property* concluíam que no final do século XIX e início do século XX, essa concentração da propriedade, em larga escala, tinha substancialmente diminuído (Dalton et al., 2007). Segundo ainda Berle and Means, as grandes empresas, em especial nos Estados Unidos da América (EUA) e no Reino Unido (RU), passaram a ser detidas por milhares proprietários, que, normalmente, detinham pequenas percentagens de capital, não as presidiam nem controlavam, e na

gestão corrente estavam gestores profissionais (Davis & Thompson, 1994), dada a complexidade dessas organizações.

Assim, a separação entre propriedade e controlo nas grandes empresas norte americanas, identificada por Berle and Means (1932), era a causa da divergência de interesses entre proprietários e gestores, como referiram Jensen and Meckling (1976) no seu desenvolvimento da teoria de agência.

La Porta et al. (1999) referem, que passámos a ter gestores de topo, profissionais, representantes dos acionistas que têm o controlo da empresa. Langevoort (2001) afirma que a preocupação dos investidores, e dos académicos de *corporate governance*, é como proteger os interesses dos acionistas, face aos gestores de topo que têm pouco capital, mas detêm o controlo das empresas.

Assim, muitos foram os autores que deram contributos a esta teoria, mas apesar da intensificação de investigação no século XX, Já Smith (1776), no seu livro afirmava:

“The directors of [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their won, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance [as owners] ... Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company” (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010, p. 96).

A teoria de agência parte, assim, do pressuposto que existe um conflito de interesses entre proprietários e gestão de topo da empresa (Fama & Jensen, 1983a) e para isso é preciso alinhar os interesses, entre estes dois atores empresariais (Fama, 1980; Fama & Jensen 1983a; Jensen & Meckling, 1976), para proteger os interesses dos acionistas, daí que esta teoria também seja designada de *shareholder theory*.

Eisenhart (1989) afirmou que “agency theory is directed at the ubiquitous agency relationship, in which one party (the principal) delegates work to another (the agent), who performs that work.” (p. 58).

Portanto, uma relação de agência estabelece-se quando uma ou mais pessoas (o principal ou os principais), contrata outra ou outras pessoas (o agente ou agentes), como especialista (s) na tomada de decisões de gestão para prestar um serviço (Dalton et al, 2003). Por conseguinte, uma relação de agência existe quando uma parte delega noutra parte, responsabilidades de tomada de decisão, e em contrapartida compensa-a por isso (Rodriguez, Espejo, & Cabrera, 2007).

Para resolver essa divergência de interesses entre principal (proprietário ou seu representante) e o agente (gestão de topo), a empresa estabelece um contrato entre as partes, dado que é “a legal entity that serves as a nexus for a complex set of contracts (written and unwritten) among disparate individuals” (Jensen, 1983, p. 326).

A separação entre propriedade e gestão de topo oferece a oportunidade para os gestores – agentes, agirem em seu próprio interesse, maximizando a sua própria riqueza e poder, à custa dos proprietários dessas empresas – principais, (Dalton et al, 2003; Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976), dando assim lugar ao oportunismo de gestão (Ashforth, Gioia, Robinson, & Trevino, 2008; Jensen & Meckling, 1976). Como não é possível, *a priori*, os principais saberem quando vão os agentes agir oportunisticamente, como por exemplo tomar decisões estratégicas que maximizem o seu bem-estar pessoal e minimizem o risco pessoal⁷ (Williams, Michael, & Waller, 2008), ou qual a dimensão desse oportunismo, a solução passa pelos proprietários reduzirem os custos de agência; ou seja, dado que é impossível reduzir os custos de agência a zero, o grande objetivo da teoria de agência é minimizá-los (Huse, 2007).

O oportunismo de gestão pode ser resultante de divergência ao nível dos objetivos dos agentes e dos principais, ou porque os acionistas não têm controlo direto sobre as empresas.

⁷ Como por exemplo se a direcção de topo, numa empresa, tomar uma decisão estratégica de diversificação de produto, para poder aumentar a sua remuneração e para reduzir o seu risco de desemprego

Os custos de agência são a soma dos custos de incentivo, dos custos de acompanhamento, dos custos de execução e ainda os prejuízos sofridos pelos principais (Ireland et al, 2011). A estes prejuízos, Jensen and Meckling (1976) chamam custos residuais, que são um elemento chave na teoria de agência, pois os restantes custos, só têm interesse na medida em que gerem reduções efetivas destes custos residuais (Huse, 2007).

Para reduzir os custos de agência o *corporate governance* tem mecanismos para proporcionar aos proprietários alguma garantia, que os gestores se vão esforçar, para alcançar resultados que sejam do interesse do acionista⁸ (Sheifler & Vishny, 1997). Os mecanismos disponíveis são de natureza interna, o conselho de administração, ou externa à empresa, o mercado (Walsh & Seward, 1990). Adiantam ainda, Walsh and Seward, que os custos para os acionistas, da utilização de mecanismos externos de governação, são superiores aos dos mecanismos internos e por isso geralmente optam por utilizar estes últimos. Neste caso, o mercado funciona como último reduto, de *corporate governance*. Os “Internal mechanisms include an effectively structured board...that lead to active monitoring of executives.” (Daily et al, 2003, p. 372). Os defensores desta teoria argumentam, que é à gestão de topo que compete escolher e implementar as decisões, de gestão da empresa, enquanto ao Conselho, cumpre-lhe controlar. Por conseguinte o Conselho serve como um mecanismo de controlo, com o objetivo de proteger a riqueza dos acionistas contra a má conduta, potencial, da gestão de topo (Fama & Jensen, 1983a). Jensen (1993) afirma mesmo, que “The board, at the apex of the internal control system, has the final responsibility for the functioning of the firm.” (p. 862). Portanto, o controlo é abrangente da atividade da empresa, incluindo a sua performance (Westphal, 1999), a execução da estratégia delineada pela gestão de topo, as contas apresentadas por este órgão; a gestão de riscos (Ong, 2008); e a própria

⁸ Como as empresas cotadas na bolsa, são todas sociedades anónimas, os seus proprietários são os acionistas, daí utilizar-se indistintamente os dois termos – accionistas e proprietários.

performance do Conselho e dos seus administradores, individualmente. Assim, com o objetivo de minimizar os custos de agência, a investigação dentro desta perspectiva, tem-se centrado na definição de níveis ótimos de controlo de Conselho, através de análise de questões como tamanho do Conselho, a separação dos cargos de Presidente do Conselho e *CEO*, e a proporção de administradores interno e externos do Conselho (Daily et al., 2003; Mizruchi, 1983). Adiantam Dalton et al. (2007), que este controlo é mais eficaz, se o Conselho for independente.

2.3.2. STEWARDSHIP THEORY

A *stewardship theory*, entre os investigadores de gestão, é considerada uma alternativa à teoria de agência (Donaldson, 1990) e uma das teorias mais utilizadas na pesquisa em *corporate governance* (Nicholson & Kiel, 2007). Esta teoria tem por base as áreas científicas de psicologia e sociologia (Knapp, Dalziel & Lewis, 2011).

A ideia central da *stewardship theory* é a confiança, entre os líderes estratégicos da empresa (Huse, 2007). Confiança, por um lado, facilita a colaboração e por outro complementa controlos racionais, servindo como um facilitador de um sistema social (Bradach & Eccles, 1989).

A *stewardship theory* sustenta que a gestão de topo está motivada e age pró-organização, de forma a servir os interesses dos acionistas e dos restantes grupos de interesse (*stakeholders*) da empresa (Donaldson, 1990; Davis et al., 1997).

Os teóricos, defensores desta teoria, não consideram os conselhos de administração e a gestão de topo compostos, sempre, por pessoas altruístas, dizem, que muitas vezes, a gestão de topo identifica-se com os objetivos dos acionistas e por isso perseguem-nos como se fossem seus (Lane, Cannella, & Lubatkin, 1998).

O ser humano não é, apenas, motivado pela racionalidade económica, através de recompensas externas, tangíveis e com intrínseco valor de mercado (Davis et al., 1997).

Para além da motivação utilitarista, os gestores de topo têm necessidades psicológicas, tais como as de realização e responsabilidade, ou seja, a satisfação obtida com a realização de interessante e desafiante tarefa (Donaldson, 2008).

Nesta teoria, segundo Davis et al. (1997) a relação entre os líderes estratégicos, deve ser encarada como suprimindo necessidades humanas de ordem superior da hierarquia de Maslow (1970), suprimindo a necessidade de crescimento de Alderfer (1972), e suprimindo as necessidades de realização e afiliação de McClelland (1975) e McGregor (1966).

Neste contexto de coletivismo, pró-organização e de confiança, que caracteriza a *stewardship theory*, a empresa deve ter uma maioria de administradores internos (Donaldson & Davis, 1994; Muth & Donaldson, 1998); o controlo da gestão de topo deve ser substituído por maior envolvimento destes gestores (Davis et al., 1997; Donaldson, 2008); substituir a atribuição de grandes compensações em ações da empresa por salário (Donaldson, 2008); e o presidente do conselho de administração e administrador delegado (*CEO*) devem ser a mesma pessoa (Donaldson, 2008; Huse, 2007)

A *stewardship theory* postula que a gestão de topo tem atitude de colaboração, cuja principal preocupação é de ajudar o conselho de administração, na formulação da estratégia de empresa (Sundaramurthy & Lewis, 2003), exercendo assim funções de serviço, ajuda e mesmo de tutoria.

As tarefas do conselho de administração, no âmbito desta teoria, são de orientação da gestão de topo no sentido de atingir a missão e objetivos da empresa (Hillman & Dalziel, 2003; Shen, 2003).

A *stewardship theory* sustenta, que o próprio trabalho, se devidamente estruturado, é suficientemente motivador, pois os interesses coletivistas da gestão de topo, que têm atitudes baseadas no crescimento interior, na concretização da tarefa e na

autorrealização, estão implicitamente alinhados com os dos acionistas. No entanto os gestores de topo podem também agir como se fossem agentes, ou seja perseguindo os seus interesses individuais (Davis et al. 1997). Adiantam Davis et al. que “Their [gestão de topo] choice is contingent on their psychological motivations and their perceptions of the situation.” (p. 43).

Neste contexto, esta perspetiva teórica, postula, em substituição dum forte controlo à gestão de topo, um maior envolvimento do Conselho na governação da empresa, uma composição do Conselho que seja maioritariamente de administradores internos e com um *CEO e Chairman* a serem desempenhados pela mesma pessoa.

2.3.3. RESOURCE DEPENDENCE THEORY

Uma das três teorias mais utilizadas na pesquisa em *corporate governance* é a *resource dependence theory* (Nicholson & Kiel, 2007).

Esta teoria foi desenvolvida com base no estudo de Selznick (1949) sobre o TVA - *Tennessee Valley Authority* (Johnson et al., 1996). Mas foi, após o trabalho seminal de Pfeffer and Salancik (1978) - *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, que esta teoria se tornou uma das mais influentes na teoria da organização e na gestão estratégica (Hillman, Withers & Collins, 2009). Huse et al. (2005), citando Pfeffer and Salancik (1978), adiantam, que esta foi durante muitos anos, a perspetiva dominante na estratégia, sociologia e teoria de organização, usada para motivar a existência de Conselhos ativos na governação de empresas. Esta teoria pretende que a empresa, se concentre no que se passa no seu meio ambiente externo.

Pfeffer and Salancik (1978) caracterizam empresa como um sistema aberto, dependente de contingências do ambiente externo e afirmam “to understand the behavior of an organization you must understand the context of that behavior - that is, the ecology of the organization.” (Hillman et al., 2009, p. 1404). Neste contexto, os defensores desta perspectiva teórica, veem os conselhos de administração como um meio para gerir a dependência externa (Lynall et al., 2003); reduzir a incerteza ambiental ganhando recursos (Pfeffer, 1972); e reduzir os custos de transação associados à interdependência com o ambiente externo (Williamson, 1984), ligando a organização com o seu ambiente externo. Assim, o conselho de administração é um elo fundamental entre a empresa e os recursos essenciais que ela precisa, para maximizar o seu desempenho (Goldstein et al., 1994; Pfeffer, 1973).

Pfeffer and Salancik (1978) afirmaram que "when an organization appoints an individual to a board, it expects the individual will come to support the organization, will concern himself with its problems, will variably present it to others, and will try to aid it" (Hillman & Dalziel, 2003, p. 385).

Segundo Hillman et al. (2000) o conselho aporta à empresa, quatro tipos de recursos: (1) informações e conselhos, (2) legitimidade, (3) canal de comunicação entre empresa e organizações externas, e (4) ajuda na obtenção de recursos ou ligações com elementos importantes fora da empresa.

Diversas pesquisas suportam estes benefícios para a empresa, tanto numa forma geral, como específica. Por exemplo, alguns autores evidenciaram que conselhos de administração proporcionam informações valiosas, assessoria e aconselhamento às empresas (Baysinger & Butler, 1985; Baysinger & Hoskisson, 1990; Carpenter & Westphal, 2001; Gales & Kesner, 1994; Westphal, 1999). Outros afirmaram que o Conselho aumenta a reputação e a legitimidade da empresa (Bazerman & Schoorman, 1983; Certo, 2003; Daily & Schwenk, 1996; Hambrick & D'Aveni, 1992). Burt (1980) e Haunschild and Beckman (1998) evidenciaram que o CA serve como canal de disseminação de informação e inovação. O Conselho serve como ligação entre empresa e grupos de interesse, importantes (Freeman & Evan, 1990; Provan, 1980; Zald, 1967);

e são fonte de recursos (Boeker & Goodstein, 1991; Goodstein & Boeker, 1991; Mizruchi & Stearns, 1994). Para Judge and Zeithaml (1992) o auxílio na formulação de estratégias e na tomada de outras decisões estratégicas são também tarefas desempenhadas pelo CA. Também Huse (2005) considera Conselho um elemento chave para alargar os limites da empresa, que poderia ajudar a adquirir recursos importantes do meio externo e, assim, reduzir a dependência de grupos de interesse externos ou proteger a empresa de ameaças externas. Em termos teóricos, a relação entre estas diversas atividades, é que todas elas identificam o Conselho como um provedor de recursos, e não como um avaliador da gestão de topo.

Hillman et al. (2000) apresentaram uma taxonomia de administradores com base nos benefícios que eles aportam, no âmbito da *resource dependence theory*, explorando como tipos específicos de administradores podem ser mais ou menos valiosos em função dos diferentes ambientes externos da empresa (por exemplo, desregulamentação). Estes autores propõem que os administradores possam ser classificados como, “*business experts*”, “*support specialists*” e “*community influential*”, correspondente aos diferentes tipos de recursos que eles trazem para o Conselho (p. 240). Poder-se-á inferir, que o conselho de administração pode gerir as dependências da empresa com o meio ambiente externo, como também deve refletir essas necessidades ambientais.

A interação entre organizações e seu meio ambiente é um processo dinâmico e complexo, que requer perspectivas teóricas robustas, que consigam explicar uma vasta gama de resultados alcançados pelas empresas (Hillman et al., 2009). Acrescentam Hillman et al., que integrando a *resource dependence theory* com outras perspectivas complementares pode oferecer uma visão mais realista dessa interação.

2.3.4. MANAGERIAL HEGEMONY THEORY

Segundo Hendry and Kiel (2004) a *managerial hegemony theory* encontrou expressão inicial no trabalho de Berle and Means (1932), mas foi o estudo de Mace (1971), que marcou a agenda. Esta perspectiva teórica, segundo Huse (2007) é uma teoria institucional com as suas bases na sociologia, bem como na psicologia. Adianta Huse, que esta teoria é descritiva e descreve as consequências que evoluíram a partir da *property rights theory*.

A *managerial hegemony theory* descreve o Conselho como uma ficção jurídica, dominado pela gestão de topo (Kosnik, 1987; Lorch & MacIver, 1989). O conselho de administração existe formalmente, mas não é genuinamente o elemento principal de *corporate governance* das empresas, sendo dominado, no seu poder de governação, pela gestão de topo. Nesta perspectiva teórica, a gestão de topo gere a empresa, e os administradores servem como fonte de informações e conselhos para a gestão de topo (Mace, 1972). O aconselhamento pode ter lugar tanto, nas reuniões do conselho de administração como fora delas. Às vezes, os conselhos e opiniões de um administrador podem levar a gestão de topo a reconsiderar a sua decisão ou compromisso, mas só muito ocasionalmente, esta decisão é anulada (Mace, 1972). Acrescenta Mace, que os conselhos de administração das grandes e médias empresas, não estabelecem objetivos, estratégias e políticas, pois é a gestão de topo, das respetivas empresas, que o fazem. Esta prática é testemunhada por um executivo da gestão de topo, que afirmou:

Management creates the policies. We decide what course we are going to paddle our canoe in. We tell our directors the direction of the company and the reasons for it. Theoretically, the board has a right of veto, but they never exercise it. Naturally, we consult with them if we are making a major change in direction. We communicate with them. But they are in no position to challenge what we propose to do. (Mace, 1972, p. 41)

Para determinar os objetivos, as estratégias e a direção de uma empresa, requer considerável estudo dos pontos fortes e fracos da organização, análise das oportunidades de mercado e fazer corresponder as capacidades organizacionais com as novas exigências do mercado. Os administradores externos, normalmente, não têm tempo para fazer os estudos necessários para estabelecer os objetivos e estratégias da empresa, por isso, no máximo, eles podem aprovar posições tomadas pela gestão de topo (Mace, 1972).

Portanto o Conselho tem um papel passivo na direção e governação da empresa, em termos genéricos e em particular na gestão estratégica. Ou seja o papel do Conselho restringe-se a ser " another ... management tool " (Pfeffer, 1972, p.219); e citando Herman (1981) ser passivo e carimbar as decisões e propostas da gestão de topo (Kosnik, 1987). O comportamento passivo dos administradores deriva da falta de conhecimento sobre os assuntos da empresa (Estes, 1980).

Nesta perspetiva teórica, os administradores são criaturas do CEO, como lhes chamou Mace (1971), e na prática o papel do Conselho é contribuir para o bem-estar do CEO (Huse, 2007). Adianta Huse, que existe uma falta de independência dos administradores face à gestão de topo, sendo a seleção de administradores externos controlada pela própria gestão de topo. Ou seja, os administradores são selecionados pela gestão de topo, em especial pelo CEO, por questões da sua conveniência que depois são aprovados pelos restantes membros do conselho de administração.

Lorsch and MacIver (1989) concluíram que, embora o funcionamento dos Conselhos tenha melhorado desde o estudo de Mace (1971), seu desempenho ainda pode melhorar muito. Segundo Hendry and Kiel (2004) o estudo de Mace conclui que os Conselhos só intervêm na tomada de decisão estratégica em tempos de crise, e são controlados pela gestão de topo.

Portanto, o controlo da empresa acaba por ficar nas mãos da gestão de topo. Fica nas mãos da gestão de topo, porque em primeiro lugar, tal como apresentado por Berle and Means (1932), a separação entre propriedade e controlo das empresas, conjugado com o

crescimento do seu capital social, leva a uma situação de propriedade difusa em que o poder de grandes acionistas é diluído (Hendry & Kiel, 2004). Em segundo lugar, nas empresas lucrativas, os gestores de topo, podem reduzir a sua dependência do capital dos acionistas e, conseqüentemente aumentar o seu controlo, usando lucros retidos para financiar as decisões de investimento (Mizruchi, 1983). Em terceiro, como referido por Pfeffer (1972), boa parte das vezes, é a gestão de topo que indica os membros do Conselho, controlando assim o processo de nomeações. Finalmente, caso existam administradores internos no Conselho, estes dependem funcionalmente do CEO, o qual propõe a sua compensação e progressão na carreira, por isso essa dependência permite que o CEO detenha um maior poder e assim pode controlar a empresa (Stiles, 2001). Neste contexto o poder formal de controlo da empresa é do Conselho, mas na realidade quem o exerce é a gestão de topo. Assim, esta perspectiva teórica descreve o Conselho como uma instituição ineficaz de governação da empresa, que carece de independência dos administradores externos em relação à gestão de topo.

2.3.5. PROPERTY RIGHTS THEORY

A *property rights theory* tem estado em desenvolvimento desde os anos sessenta do século XX (Jansson, 2008). Esta perspectiva teórica tem antecedentes intelectuais comuns com a *agency theory* (Kim & Mahoney, 2005); tem as suas bases na economia e considera que o papel das empresas é a produção em equipa (Huse, 2007). Segundo Jansson (2008) a *property rights theory* clássica foi explicada por Coase (Coase 1959, 1960), seguido por outros académicos (Alchian 1965, 1969; Cheung 1970; Demsetz 1967; Furubotn e Pejovich 1974). A visão clássica desta teoria coloca mais ênfase nos direitos aos retornos residuais enquanto os estudos mais recentes, numa visão moderna,

têm enfatizado os direitos de controlo como direitos sobre rendimentos, que podem ser divididos com outros grupos de interesse da empresa, mas os direitos residuais de controlo não são divisíveis, pois pertencem ao proprietário (Grossman & Hart, 1986; Hart & Moore, 1990).

Segundo Klein, Mahoney, McGahan, and Pitelis (2012), os direitos de propriedade “refer to any sanctioned behavioral relations among decision makers in the use of potentially valuable resources, such sanctioned behaviors allow people the right to use resources within prescribed limits.” (p. 307). Para Eggertsson (1993), citando Alchian (1965), a expressão direitos de propriedade refere-se ao controlo dos activos valiosos por um indivíduo. É adequado considerar recursos como um conjunto de direitos, em vez de unidades físicas (Coase, 1960). Adiantam Klein et al., pressupondo que os direitos de propriedade têm múltiplas dimensões, é concebível que pessoas diferentes possam ficar com parte desses direitos de um único recurso, i.e., todas as partes de uma transação têm direitos de propriedade sobre os seus activos inalienáveis.

Ao invés da *agency theory*; a *property rights theory* assume que os contratos são incompletos (Huse, 2007). Acrescenta Huse, que em vez de contratos multilaterais entre os diversos atores numa produção conjunta, a *property rights theory* recomenda que a empresa estabeleça contratos bilaterais com os diversos membros da empresa ou com os seus fornecedores de *inputs*. A *property rights theory* é essencial para compreender o valor económico que é criado por uma complexa rede de parceiros contratuais, incluindo, mas não limitado aos acionistas (Klein et al., 2012). Esta perspectiva teórica considera que os direitos residuais pertencem ao proprietário (Grossman & Hart, 1986). É em relação aos direitos residuais, que esta teoria define uma empresa (Alchian & Demsetz, 1972). Nesta perspectiva teórica é possível rescindir contratos e portanto neste contexto, a empresa, não tem como principal preocupação celebrar contratos de longo prazo (Huse, 2007).

Os detentores de direitos, incluindo os de direitos residuais, constituem a parte central com quem todos os fornecedores de *inputs* estabelecem contratos, são quem decide qual a composição da equipa de produção e quem vende os direitos que definem

o proprietário ou empregador. Os detentores de direitos residuais são quem, normalmente, estão dispostos e disponíveis, para pagar antecipadamente e cobrir os prejuízos resultantes da atividade empresarial (Huse, 2007).

A *property rights theory* distingue e considera que existem direitos de controlo e direitos de propriedade (Klein et al., 2012). Nesta perspetiva teórica é assumido que os custos da equipa de produção são mais elevados se os detentores de direitos residuais não forem a parte central ou os controladores dos contratos de direitos (Huse, 2007). Por exemplo, nas grandes empresas, existem muitos acionistas e caso todos participassem em todas as decisões, os custos incorridos seriam enormes e a desresponsabilização poderia, então, tornar-se um problema. A *property rights theory* preocupa-se com a desresponsabilização e o controlo das equipas (Huse, 2007). Acrescenta Huse que segundo esta teoria os papéis dos conselhos de administração são a definição e salvaguarda dos direitos de propriedade, e a sua principal função é o controlo dos resultados. No entanto os acionistas não são os únicos detentores de direitos de propriedade e é suposto que o Conselho represente esses mesmos detentores de direitos, ou seja, atue no interesse da empresa, como um todo. Esta perspetiva teórica, como teoria de produção em equipa, postula:

Rather than conceiving of boards solely as monitoring agents for shareholders, the team production model asks that the board replicate team members, both within and connected to the firm, who add value, assume unique risks, and possess strategic information in the corporation. (Kaufman & Englander, 2005, p. 12)

A *property rights theory* argumenta que, em termos ideais, o controlo é detido por aqueles que mais contribuem para a criação de valor (Grossman & Hart, 1986). No entanto se o acionista é aquele que mais acrescenta valor, que assume o maior risco e que possui a informação mais estratégica, são questões que estão em debate (Huse, 2007).

Nesta perspectiva teórica, a principal função do conselho de administração é controlar e garantir os direitos de propriedade.

2.3.6. STAKEHOLDER THEORY

A *stakeholder theory* foi apresentada, pela primeira vez por Freeman (1984), como uma proposta para a gestão estratégica das organizações (Clement, 2005); e tem as suas origens em quatro principais áreas académicas - sociologia, economia, política e ética (Mainardes, Alves & Raposo, 2011). Esta perspectiva teórica adota uma visão pluralista da empresa, e está preocupada com o equilíbrio e a gestão dos interesses dos *stakeholders* (Huse, 2007). Assim, esta teoria considera a empresa como um sistema de *stakeholders* que opera dentro de um sistema maior, que é a sociedade em geral, isto é, os defensores desta teoria apelam, que a empresa moderna seja definida, não apenas em função dos seus acionistas, mas como função dos seus diversos *stakeholders*. A expressão *stakeholder* foi utilizada pela primeira vez, num memorando interno no Stanford Research Institute, em 1963, e referia-se a "those groups without whose support the organization would cease to exist." (Freeman & Reed, 1983, p. 89). A questão de *quem* ou *o que* constitui os *stakeholders* é talvez a mais debatida na literatura sobre o tema (Donaldson & Preston, 1995; Freeman & Reed, 1983; Mitchell, Agle, & Wood, 1997). Dito de outra forma, o papel principal do conselho de administração é identificar quais são os principais *stakeholders* da empresa.

Desta ampla discussão resultaram várias definições de *stakeholders* (Mitchell et al., 1997), mas todas elas têm as suas raízes na definição de Freeman (1984) - "Any group or individual who can affect or is effected by the achievement of the organization's

objectives”, onde os *stakeholders* são representados sob a forma de um “hub and spoke” com a empresa no centro (Crane & Ruebottom, 2011, p. 78). Por exemplo, Hill and Jones (1992) definem *stakeholders* “groups of constituents who have a legitimate claim on the firm.” (p. 133). Mitchell et al. (1997) classifica os *stakeholders* com base em três atributos - poder, legitimidade e urgência. Para Rowley (1997), citando Carroll (1993), os indivíduos ou grupos podem ser *stakeholders* em virtude de sua legitimidade, mas esta definição deve ser ampliada e incluir aqueles que têm poder, ou seja, incluir aqueles com capacidade de ter impacto na empresa. Adianta ainda Rowley uma abordagem alternativa, para identificar e avaliar reivindicações dos *stakeholders*, que estes são detentores de alguma forma de capital, financeiro ou humano, portanto correm riscos o que pode levar à perda ou ganho, dependendo do comportamento da empresa. Portanto os diversos autores têm continuado o debate sobre a possibilidade de ampliar ou restringir a definição. Para Freeman and Reed (1983), em termos restritos, os *stakeholders* são acionistas, clientes, trabalhadores, fornecedores, enquanto em termos amplos, para além dos anteriores, incluem o governo e suas agências, os sindicatos, os concorrentes, outros grupos de interesse público. Nesta linha ampla, Donaldson and Preston (1995) definem *stakeholders* como indivíduos ou grupos, tais como acionistas, trabalhadores, clientes, fornecedores, gestores de topo, conselho de administração, entre outros, ou seja, em termos gerais inclui todos os que têm expectativas de ganho com a atividade da empresa, caso esta tenha sucesso.

Implícita ou explicitamente a *stakeholder theory* tem três principais correntes – descritiva/empírica, instrumental, e normativa (Donaldson & Preston, 1995; Mitchell, et al., 1997). Formulações teóricas descritivas/empíricas têm a intenção de descrever e/ou explicar como as empresas ou os seus gestores realmente se comportam, ou seja, como apresentam os interesses e o poder dos *stakeholders*. A vertente teórica instrumental pretende descrever o que vai acontecer se os gestores ou empresas se comportam de determinadas maneiras, como por exemplo se a empresa for ao encontro dos anseios dos *stakeholders*, ganha não só em reputação como em acesso mais fácil aos recursos controlados por esses *stakeholders*. Para Jones (1995), com esta vertente teórica instrumental, a empresa ganha vantagem competitiva, pois reduz o oportunismo e

aumenta a confiança e a cooperação entre os *stakeholders*. A corrente teórica normativa está preocupada com o adequado comportamento moral das empresas e/ou dos seus gestores, isto é, debate a legitimidade dos diversos *stakeholders*. Sucintamente, as correntes descritiva/empírica, instrumental, e normativa, desta teoria, abordam as questões: qual é a situação? o que acontece se? e o que deveria acontecer?, respetivamente (Jones, 1995).

Apesar desta falta de integração, o interesse na *stakeholder theory* continua a crescer, mas a sua aplicação na pesquisa sobre conselhos de administração, tem sido pouco frequente e com poucos resultados empíricos, pois tem sido dado primazia à pesquisa dos interesses dos acionistas em detrimento dos restantes *stakeholders* (Huse, 2007). Adianta Huse, que esta falta de integração, também resulta em certa medida, das dificuldades em definir as variáveis de cada um dos diferentes *stakeholders*. Uma vez que o grau no qual os decisores dão prioridade aos pedidos de diferentes (e até concorrentes) *stakeholders* é dinâmico, a relevância dos diferentes *stakeholders* depende do problema considerado e pode variar ao longo do tempo (De Brucker, Macharis, & Verbeke, 2013).

De acordo com a *stakeholder theory* o papel do conselho de administração é também melhorar a responsabilidade social da empresa, ou seja melhorar o seu desempenho social e responder às solicitações dos principais *stakeholders* (Wang, 1992). Num estudo realizado por Posner and Schmidt (1992), aos gestores americanos, estes consideraram que os três principais *stakeholders* da empresa eram os clientes, os subordinados da gestão de topo e os trabalhadores em geral. Adiantaram Posner and Schmidt que estes resultados diferiam dos obtidos 10 anos antes, em 1981, num estudo também por eles realizado, em que os próprios gestores de topo que eram o 2º *stakeholder* mais importante, agora passavam para 4º lugar no *ranking*. Nestes mesmos estudos, os acionistas eram considerados, pelos gestores, o 11º *stakeholder*, mais importante da empresa. A resposta aos diferentes e mais vasto conjunto de *stakeholders* pode ser conseguida, incluindo os seus representantes no conselho de administração (Cornforth, 2004). Adianta Cornforth, que desta forma o Conselho terá de negociar e

resolver os interesses potencialmente conflitantes de diferentes *stakeholders*, com vista a definir os objetivos e a política da empresa, como um todo. A empresa com esta perspectiva teórica, pode evitar o oportunismo de alguns *stakeholders*, como por exemplo dos acionistas ou da gestão de topo (Huse, 2007).

Dada a importância do Conselho, no *corporate governance*, conforme já se documentou, vai-se seguidamente analisar este órgão de governação.

3. CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

O capítulo 3 analisa o conselho de administração, visto ser ele o responsável pela governação das empresas, ou seja, é um mecanismo interno de *corporate governance*, o seu elemento central e mais importante. Para além de realçar a importância, descreve-se a sua origem, identificam-se as funções críticas que os Conselhos desempenham nas empresas bem como suas características, pois tanto umas como as outras são aspetos importantes de governo das sociedades. Também se propõe um modelo de *corporate governance* para analisar o desempenho do conselho de administração e apresentam-se as hipóteses a testar.

Neste trabalho, o conselho de administração é o órgão social cujo papel é de supervisão e colaboração com a gestão de topo, e não o órgão de gestão de topo (*top management team*) que tem a incumbência de gestão corrente, do dia-a-dia, da empresa.

3.1.1. ORIGEM E IMPORTÂNCIA

Uma empresa é um mecanismo, criado para permitir que diferentes partes contribuam com capital, conhecimento, e trabalho para benefício mútuo (Wheelen & Hunger, 2012). Historicamente, nos EUA, as empresas eram geridas pelos donos fundadores e seus descendentes (Ireland, Hoskisson, & Hitt, 2011). Portanto, neste caso

a propriedade e o controlo das empresas residiam nas mesmas pessoas. À medida que as empresas foram crescendo, referem Davis and Thompson (1994):

the managerial revolution led to a separation of ownership and control in most large corporations, where control of the firm shifted from entrepreneurs to professional managers while ownership became dispersed among thousands of unorganized stockholders who were removed from the day-to-day management of the firm. (p. 141)

Estas mudanças deram origem às modernas empresas, de capital aberto, nas quais têm intervenção, três grupos de decisores principais, porventura, com diferentes interesses. Um grupo é constituído pelos acionistas, que são os proprietários da empresa e pretendem receber uma remuneração pelo capital investido, mas não têm, em muitos casos, responsabilidade pela gestão da empresa. Outro grupo é a gestão de topo, cuja responsabilidade é o funcionamento da empresa, ou seja, a gestão corrente, mas sem a responsabilidade pessoal de dotá-la de capital. O terceiro grupo é o conselho de administração, composto por um conjunto de administradores, eleitos pelos acionistas, para legalmente os representar e proteger seus interesses (Wheelen & Hunger, 2012). É neste último órgão, conselho de administração, responsável pela governação da empresa, que este estudo se concentra.

A designação de conselho de administração, deriva do nome da mesa improvisada, tábua longa (*board*), em cima de dois cavaletes, ao redor da qual se reuniam os responsáveis das primeiras empresas de capital aberto (*joint-stock*), nas colónias Britânicas, (ex. Estados Unidos da América) e na própria Grã-Bretanha (Monks & Minow, 2008). Acrescentam os autores, que a utilização da tábua tinha a ver com o facto de nesse tempo o mobiliário requintado ser caro.

Assim, o conselho de administração é responsável pela governação de sua empresa (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992); é o decisor, organizacional, final na empresa (Nicholson & Kiel, 2004a); e “the ultimate legal authority with respect to decision making in the firm.” (Adams & Ferreira, 2007, p.

218). Também Ibrahim (2008), afirma, que nos EUA, “the board has almost complete authority over corporate affairs pursuant to the laws” (p. 947). Portanto os Conselhos são vitais para as organizações (Pye & Pettigrew, 2005). Também Wong (2011) considera o conselho de administração um órgão vital da empresa, sob sua tutela, responsável por assegurar a sua saúde e viabilidade a longo prazo, para benefício dos atuais e futuros proprietários.

Em Portugal, o conselho de administração é o órgão colegial, eleito pelos acionistas das sociedades anónimas, para gerir as atividades da empresa, com exclusivos e plenos poderes de representação da empresa (Decreto-Lei n.º 262/86 de 2/9)

Em última instância, a sobrevivência e o sucesso duma empresa, dependem deste órgão institucional (Monks & Minow, 2008). Ou seja, é da responsabilidade dos administradores, garantirem que uma determinada empresa seja bem governada (Filatotchev & Boyd 2009). Portanto, a eficácia com que os Conselhos das empresas cumprem as suas responsabilidades, é determinante para a posição competitiva dum país (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992). E por conseguinte, a saúde de nossas organizações, economias e da sociedade em geral, dependem de compreendermos como Conselhos podem influenciar o desempenho das empresas (Nicholson & Kiel, 2004a).

Adams, Licht, and Sagiv (2010), citando Leblanc and Gillies (2005), consideram que os Conselhos têm a responsabilidade legal das atividades, tomam todas as decisões críticas e coletivamente determinam o destino da organização, tanto positiva como negativamente. O Conselho é um elemento crucial da estrutura empresarial, pois faz a ligação entre os proprietários de capital (acionistas) e os detentores do poder executivo (gestão de topo) que usam esse mesmo capital para acrescentar valor na empresa (Monks & Minow, 2008). Conselhos de administração têm o poder de fazer, ou pelo menos ratificar, todas as decisões importantes da empresa (Bhagat & Bolton, 2008).

Para Hendry and Kiel (2004), em essência o Conselho funciona como cérebro e alma da organização; bem como guardião dos interesses dos acionistas (Pearce & Zahra, 1991).

Os administradores, como líderes estratégicos, deverão empenhar-se em ajudar a empresa a criar valor para todos os seus grupos de interesse (*stakeholders*) (Jansen, Vera, & Crossan, 2009). O conselho de administração é considerado como um dos elementos mais importantes no governo das sociedades, que influencia os resultados da empresa (Forbes & Milliken, 1999; Hillman & Dalziel, 2003; Johnson et al., 1996; Pearce & Zahra, 1992).

Por tudo isto, poucos temas da área de negócios parecem ser tão urgentes para analisar e compreender como o conselho de administração e a governação (Huse, 2007).

Apesar da extensa investigação existente, não se chegou ainda a um consenso de como os conselhos de administração acrescentam valor nas empresas que governam (Daily et al., 2003). Para perceber como podem os Conselhos acrescentar valor, nas empresas, é preciso saber quais as funções e tarefas que estes desempenham e portanto de seguida vai-se analisar essas diferentes intervenções.

3.1.2. FUNÇÕES DO CONSELHO

Segundo Nicholson and Newton (2010), definir o que devem fazer os conselhos de administração é uma tarefa complexa, exacerbada pela contínua evolução dos seus deveres legais e expectativas da sociedade em geral. Apesar dessa complexidade, a academia tem discutido amplamente esta questão (Nicholson & Kiel, 2004b). Segundo

Finkelstein and Mooney (2003) são várias as funções críticas que os Conselhos desempenham nas empresas. No entanto devido às diferentes teorias de *corporate governance*, a definição das funções do Conselho é ambígua (van den Heuvel, Van Gils & Voordeckers, 2006); e essas funções são interpretadas de muitas maneiras diferentes (Hung, 1998; Huse, 2007; Johnson et al, 1996; Mintzberg, 1983). Ou seja, na base das diversas definições estão diferentes teorias de *corporate governance*, tais como *agency*, *resource dependence*, *stewardship*, *resource-based* (Dalton, Daily, Johnson, & Ellstrand, 1999; Fried, Bruton, & Hisrich, 1998; Hillman & Dalziel, 2003; Lynall, Golden, & Hillman, 2003); *managerial hegemony* e *stakeholder theories* (Clarke, 2004).

Os acadêmicos têm mantido, desde longa data, o interesse no conhecimento de qual a relação entre funções do Conselho e desempenho da empresa (Daily et al., 2003). Diversos autores, com base nas diversas perspectivas teóricas, apresentam diferentes funções. Zahra and Pearce (1989) identificaram três funções dos conselhos de administração - estratégia, controle e serviço. A primeira função, estratégia, inclui a formulação e divulgação das políticas e metas empresariais, bem como a alocação dos recursos necessários para implementar as estratégias, ou seja, esta função trata de influenciar, a gestão de topo, na tomada de decisões estratégicas. A segunda função é o controle empresarial que inclui acompanhamento da ação e dos resultados alcançados. A última função é mais institucional, inclui a representação dos interesses da organização na sociedade em geral, fazendo assim a ligação da empresa com seu ambiente externo, para assegurar recursos críticos para a empresa.

Johnson et al. (1996) identificaram três funções do Conselho: controle, na qual é feita a monitorização e fiscalização da gestão de topo; serviço, cujo objetivo é dar sugestões e conselhos à gestão de topo; e recurso, cuja finalidade é dar garantia de acesso a recursos críticos para a empresa.

Hillman, Cannella, and Paetzold (2000) consideram duas funções, a função controle, ou de agência, e a função dependência de recursos. Enquanto Hillman and Dalziel (2003), afirmaram que “Boards of directors serve two important functions for

organizations: monitoring management on behalf of shareholders and providing resources.” (p. 383).

Jonsson (2005) considera quatro funções: *rubber stamper*, na qual o Conselho segue os procedimentos legais, concordando e autorizando as propostas da gestão de topo;

Pilot, em que intervém na decisão e orientação da empresa, nomeadamente na estratégia; *Watchdog*, na qual exerce o controlo; e aconselhamento, na qual dá apoio às decisões da gestão de topo e faz a ligação com o meio externo e *stakeholders* (p. 712).

Adams, Hermalin, and Weisbach (2010) concluíram, que ao longo dos tempos, naturalmente, os conselhos de administração foram desempenhando diferentes funções.

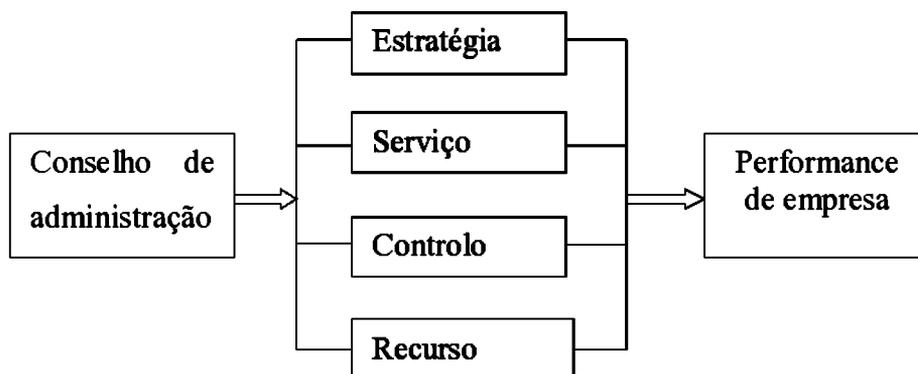
Com base em diferentes teorias, o Conselho, para ser eficaz, tem quatro funções críticas a desempenhar – serviço, estratégia, controlo e recurso (Nicholson & Kiel, 2004b).

A proposta de Nicholson and Kiel (2004b) agrega as diferentes sugestões dos autores atrás referidos, e por isso este estudo considera que estas são as quatro funções críticas do Conselho. Estas funções têm por base as teorias de agência, a *stewardship* e a *resource dependence*. Para além destas três teorias suportarem estas quatro funções críticas do Conselho; estas teorias são as mais utilizadas na pesquisa de *corporate governance* (Nicholson & Kiel, 2007).

No estudo, as funções do Conselho são definidas como um conjunto de tarefas, baseadas ou relacionadas com determinadas perspetivas teóricas. Tarefas são as diferentes atividades que o Conselho desempenha na prática (van den Heuvel et al., 2006).

Apresenta-se abaixo uma figura com as funções críticas, propostas para o Conselho.

Figura 3.1 – Funções críticas do Conselho



Fonte: Elaboração própria

De seguida apresenta-se um quadro resumo, com os autores e os respetivos artigos/livros relevantes referenciados, com identificação das funções que propõem, que apesar destas por vezes, não serem coincidentes, têm muito em comum.

Quadro 3.1 – Funções do CA segundo diversos investigadores

Autores e artigo/livro	Funções			Número de funções
Demb and Neubauer (1992)	<i>The Pilot</i> (Estratégia)	<i>The Watchdog</i> (Controlo)	<i>The Trustee</i> (guardião dos ativos da empresa)	3

LA EFECTIVIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Hillman and Dalziel (2003)	Controlo		Recurso	2	
Johnson et al. (1996)	Serviço	Controlo		Recurso	3
Jonsson (2005)	<i>rubber stamper</i>	<i>Pilot</i> (Estratégia)	<i>Watchdog</i> (Controlo)	Aconselhamento (Serviço e recurso)	4
Nicholson and Kiel (2004b)	Serviço	Estratégia	Controlo	Recurso	4
Zahra and Pearce (1989)	Serviço (inclui recurso)	Estratégia	Controlo		3
Stiles and Taylor (2001)	Estratégia		Controlo	Institucional (Recurso)	3

Fonte: Elaboração própria

De seguida vai-se caracterizar cada uma destas quatro funções críticas e as respetivas tarefas.

3.1.2.1. Estrategia

Académicos e profissionais consideram a função estratégia do Conselho, crucial para a empresa (Hendry & Kiel, 2004). Ou seja, o envolvimento do Conselho na estratégia da empresa, embora contestado por diversos investigadores, é amplamente reconhecido como uma das suas principais funções (Andrews, 1981a, b; Baysinger & Hoskisson, 1990; Golden & Zajac, 2001; Huse 2007; McNulty & Pettigrew, 1999; Stiles & Taylor, 2001; Zahra & Pearce, 1990). Nesta linha de pensamento, Pugliese and Wenstøp (2007), defendem que o Conselho deverá desempenhar um papel fundamental na definição da estratégia da empresa. Bons Conselhos fazem muito mais do que apenas seguir as boas regras de governação e participam nas questões estratégicas da empresa (Sonnenfeld, 2002).

No entanto, apesar do escrutínio considerável de investigadores, há pouco consenso sobre a dinâmica de comportamento dos Conselhos e de como eles intervêm no desenvolvimento e na execução da estratégia de empresa (Golden & Zajac, 2001; Judge & Zeithaml, 1992; Lorsch & McIver, 1989; McNulty & Pettigrew, 1999). Isto é, apesar da participação do CA na estratégia empresarial ser vista, cada vez mais importante, a compreensão da academia de como o conselho tem de cumprir esse papel é ainda limitado (Hendry, Kiel, & Nicholson, 2010).

Em termos de conceção de estratégia, Hart (1992) afirma que “strategy making can no longer be limited conceptually to the chief executive or the top-management team. Rather, strategy making must be conceptualized as an organization wide phenomenon.”(p. 347). E, também, o planeamento estratégico é determinante para um bom desempenho empresarial (Dimma, 1996).

Mas o envolvimento do Conselho no processo estratégico é conceptualmente complexo e multidimensional, que não pode ser compreendido no âmbito de uma única perspectiva teórica (Ravazi & Zattoni 2006). Por isso, várias teorias suportam esta

função, nomeadamente *agency, stewardship e resource dependence* (Villiers, Naiker & van Staden, 2011).

Para além de diferentes teorias, também a orientação normativa e académica têm conclusões diferentes sobre o papel do Conselho na estratégia de empresa. Apresenta-se de seguida, em detalhe, cada uma destas duas orientações.

Orientação normativa

Lançando o debate na Harvard Business Review, sobre a estratégia como função vital do Conselho, Andrews (1981b), identificou 5 principais razões que impediam uma participação mais ativa, deste órgão, na estratégia da empresa. A primeira, argumentava Andrews, é que o Conselho não tem como função formular a estratégia, mas sim analisar e acompanhar o seu processo. Segunda, os conselhos de administração ainda não compreendem bem a definição de estratégia e em que medida esta deve ser articulada. Terceira, a gestão de topo limita o envolvimento do Conselho na estratégia da empresa. Quarta, os administradores externos não conhecem bem os meandros do negócio da empresa, e por isso têm dificuldade em analisar e avaliar as recomendações estratégicas apresentadas. Quinta, Conselhos não estão dispostos a envolverem-se na tomada de decisões de longo prazo caracterizadas por risco e incerteza.

Curiosamente, vinte anos depois destas observações de Andrews (1981b), as mesmas questões continuaram na ordem do dia (Golden & Zajac, 2001; McNulty & Pettigrew, 1999; Stiles, 2001); e mais recentemente, as dúvidas se mantêm (Kerr & Werther, 2008; Pugliese et al., 2009)

Na década de 1980 foram feitos avanços limitados na compreensão do papel do Conselho na estratégia de empresa. Durante este tempo, o foco foi o envolvimento dos conselhos de administração no planeamento estratégico (Henke, 1986). No seu estudo, Henke, através dum inquérito a 234 grandes empresas norte americanas, concluiu que o envolvimento na estratégia tinha aumentado, desde o estudo de Mace (1971), mas os

Conselhos “not adequately meeting their responsibilities of providing long-term direction to their firms” (p. 95). No entanto 61,7% dos conselhos de administração, não participavam no planeamento das suas empresas, e propunha como solução, a constituição de comissões para analisar o desenvolvimento de estratégias (Henke, 1986). Também nesta década, os Conselhos das grandes empresas, geralmente tinham uma maior proporção de administradores externos do que internos, e atendendo que esses administradores tinham compromissos externos e também um conhecimento limitado das empresas, manteve-se o argumento de que os administradores tinham uma participação limitada na estratégia (Patton and Baker, 1987).

Na década de 1990, o Conselho foi o centro das atenções, em grande parte, devido aos excessos empresariais da década anterior (McNulty & Pettigrew, 1999). A proposta de Pound (1995) é que se deixasse o modelo de governação, “*managed corporation*”, que tinha dominado há décadas as empresas, e se passasse, para um modelo “*governed corporation*”, ou seja, que o foco deixasse de ser os desequilíbrios de poder, dentro da empresa, para se focalizar no desempenho da empresa, conseguido através da colaboração Conselho/gestão de topo (p. 90). Walker (1999) afirma que a auto-avaliação por parte dos Conselhos, poderá melhorar o desempenho das organizações, e que os Conselhos deveriam ocupar mais tempo nas questões estratégicas em vez de se envolverem demasiado nas questões operacionais. Adianta Walker, que o Conselho deve:

Makes policy and strategic decisions that support the organization’s mission, values and vision... Performs periodic reviews of mission, values and vision... Measures progress toward goals and objectives... Is involved in strategic planning. Has approved focused plans for management to meet strategic objectives... Regularly measures progress toward meeting vision, and strategic initiatives (p. 17).

Outros profissionais também se concentraram no papel do Conselho na orientação estratégica da empresa. Por exemplo, Tricker (1999) salientou a importância deste papel no desenvolvimento de objetivos empresariais, enquanto Rhodes (1999) sustentou que os Conselhos devem definir uma missão clara e mobilizadora, e que controlem a implementação de iniciativas estratégicas para atingir os objetivos da empresa. Para Helmer (1996) o papel do Conselho no processo estratégico é definir os padrões, aconselhar a gestão de topo no desenvolvimento da estratégia, aprovar a estratégia confirmando se esta está de acordo com os critérios estabelecidos e controlar a implementação da estratégia. Reforçando este papel mais ativo na estratégia da empresa, a OECD (2004), sugere que o Conselho “should ensure the strategic guidance of the company, the effective monitoring of management”, desempenhando certas tarefas fundamentais, tais como, apreciar e orientar a estratégia, a política de risco, e os orçamentos anuais; definir objetivos de desempenho; fiscalizar a execução e o desempenho da empresa (p. 24). No entanto Ingley and Van der Walt (2001), chamam a atenção que a distinção entre definição e acompanhamento de orientação estratégica, e implementação de estratégia, ao nível operacional, tornou-se cada vez ténue. Ingley and Van de Walt confirmaram que as tentativas de definir o papel dos Conselhos na estratégia empresarial pode ser colocado como uma progressão em contínuo, ou seja, dum lado, uma perceção tradicional do papel do conselho em aprovar, acompanhar e rever a estratégia, e do outro lado, um papel de liderança de participação ativa na definição dos objetivos, valores e definição de orientação estratégica.

Neste sentido, dado que a estratégia é uma área importante na empresa, se as responsabilidades, entre Conselho e gestão de topo, não estiverem claramente definidas, corre-se o risco do Conselho interferir indevidamente na gestão eficiente da empresa (Helmer, 1996). Assim, no domínio da estratégia da empresa, uma perspetiva argumenta que o Conselho deve participar na estratégia, como um parceiro, em igualdade com a gestão de topo (Dimma, 1996), com um papel mais ativo, definindo e implementando a estratégia (Dye, 2003; Young, 2006); enquanto outra perspetiva sugere que o Conselho deve rever, aprovar a estratégia e monitorizar a performance (NACD Blue Ribbon Commission, 2005).

Outra questão relevante em debate é se Conselhos, particularmente aqueles maioritariamente compostos por administradores não executivos, têm conhecimento suficiente sobre os fundamentos do negócio para poderem dar uma contribuição significativa na estratégia de empresa (Helmer, 1996).

Ainda no âmbito da formulação, mas ao nível da escolha de estratégia, Keenan (2004), afirma que o conselho de administração tem a obrigação de determinar a estratégia de empresa.

Um dos grandes suportes desta função estratégia, por parte dos administradores, são os seus testemunhos, quer direta por relatos, quer indiretamente através de pesquisas efetuadas. Numa pesquisa recente, McKinsey (2008) afirma “Corporate directors are eager to spend more time developing long-term strategy” (p. 2). Neste estudo, 50% dos administradores respondentes declararam, que as reuniões do Conselho deveriam aumentar o tempo dedicado ao desenvolvimento, análise e definição de estratégias. Outro estudo da McKinsey (2006) concluiu que a grande maioria dos administradores (64%) estão mais ativamente envolvidos na estratégia de empresa, comparativamente com 5 anos antes.

De acordo com ecoDa⁹ (2010), as tarefas dum Conselho para ser eficaz, são: “Definition of [strategic] corporate goals, strategy and structure” (p. 29), para garantir “the long-term success of the company” (p. 8). Para Hart (1992), a estrutura é uma das “levers” organizacionais para definir uma estratégia (p. 335).

⁹ ecoDa, a European Confederation of Directors' Associations, é uma associação sem fins lucrativos, criada em Março de 2005, com sede em Bruxelas, que pretende atuar como a voz europeia dos administradores. Por meio do seu instituto nacional de administração (o principal dos institutos nacionais existentes na Europa), ecoDa representa cerca de 55 mil administradores de toda a UE. Os membros da ecoDa representam organizações muito variadas, que vão desde as maiores empresas públicas a pequenas empresas privadas, tanto cotadas como não cotadas no mercado de capitais.

Poder-se-á concluir da orientação normativa, que os conselhos têm um papel importante a desempenhar na estratégia, no entanto está ainda em debate a natureza do seu papel (Helmer, 1996). Outra convergência, é que há uma relação clara entre o envolvimento do Conselho na estratégia e eficácia organizacional (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992).

Esta relação no entanto, não foi, ainda, claramente demonstrada empiricamente, como se verá no ponto seguinte deste trabalho - orientação académica.

Orientação académica

É consensual, na orientação normativa, que o conselho de administração tenha uma participação ativa na estratégia de empresa, no entanto essa opinião não está tão claramente refletida na orientação académica.

Apesar do escrutínio considerável de investigadores, há pouco consenso sobre a dinâmica do comportamento dos Conselhos e de como eles intervêm no desenvolvimento e na execução da estratégia da empresa (Golden & Zajac, 2001; McNulty & Pettigrew, 1999).

Segundo Hendry and Kiel (2004), a escola de pensamento passivo, que é suportada pela *managerial hegemony theory*, encontrou expressão inicial no trabalho de Berle and Means (1932), mas foi o estudo de Mace (1971), que marcou a agenda, concluindo que os Conselhos só intervêm na tomada de decisão estratégica em tempos de crise, e são controlados pela gestão de topo.

Outros académicos, seguindo a abordagem de Mace (1971), através de entrevistas a administradores de grandes e médias empresas dos EUA, chegaram a resultados

semelhantes (Norburn & Grinyer, 1974; Rosenstein, 1987), concluindo que os Conselhos dão pouca direção estratégica, e que este papel era desempenhado, principalmente, pela gestão de topo. Stiles (2001) afirmou, que os resultados obtidos nestas investigações foram em grande parte impulsionados pelo desequilíbrio de poder entre gestão de topo e conselho de administração, em que a escolha dos administradores, em muitos casos, era feita pela gestão de topo e portanto “boards are the creatures of the CEO” (citando, Mace, 1971), e o Conselho servia apenas como “rubber-stamping function” (citando Herman, 1981) da gestão de topo (p. 629). Outros estudos concluíram que o envolvimento do Conselho aumentou significativamente em todas as fases do processo de planeamento estratégico (Tashakori & Boulton, 1983).

Também Lorsch and MacIver (1989) chegaram a conclusões similares ao de Mace (1971), no entanto, em vez de lhes chamar homens do carimbo ou criaturas do *CEO*, colocaram-nos numa ótica mais positiva, afirmando que o seu papel principal na estratégia era aconselhar a gestão de topo, dando conselhos sobre a avaliação de opções, mas não deviam iniciar a estratégia.

Pode-se então perceber que este conjunto inicial de pesquisa era claramente séptico sobre o papel do Conselho na estratégia da empresa, no entanto outros académicos seguiram caminhos um pouco diferentes, apesar de nem sempre terem uma perspetiva conclusiva. Apoiando também a escola de pensamento ativa, Hill and Snell (1989), num estudo sobre indústrias que fazem investigação intensiva, ou seja, que fazem grande investimento em pesquisa e desenvolvimento, concluíram que os Conselhos têm impacto na escolha das estratégias de inovação e de diversificação.

Hermalin and Weisbach (1988) concluíram que a gestão de topo espera que o Conselho inicie a formulação da estratégia. Outros investigadores também se centraram sobre a natureza do envolvimento dos conselhos de administração na estratégia. Numa revisão de literatura dos 25 anos anteriores, Zahra and Pearce (1989) argumentaram que um papel ativo dos Conselhos na estratégia da empresa envolve aconselhamento e informações à gestão de topo, iniciação de análises estratégicas e sugestão de alternativas estratégicas.

No início da década de 1990, a investigação continuou a colocar o Conselho, com um papel mais ativo na estratégia da empresa.

Para Pearce and Zahra (1992) o Conselho deve envolver-se na definição do negócio da empresa, desenvolvimento da missão, e seleção e implementação de uma estratégia empresarial. Zahra and Pearce (1990), afirmaram que “board strategic involvement refers to the level of attention given by director to the various areas of the strategy process. Therefore board strategic involvement covers corporate mission development, strategy conception and formulation, and strategy implementation.” (p. 165).

Num inquérito a empresas europeias, Demb and Neubauer (1992) concluíram que 75% dos respondentes consideravam a definição da estratégia como a principal função dos Conselhos. No entanto, pesquisa qualitativa efetuada por estes académicos demonstraram que o grau de envolvimento do Conselho era dependente do processo de formação da estratégia e do poder relativo da gestão de topo vis-à-vis o Conselho. Isto é, um processo mais emergente de formação de estratégia estava associado a uma gestão de topo mais poderosa e um menos influente Conselho na estratégia. Demb and Neubauer classificaram o Conselho, em três arquétipos, com base no seu papel global – “*Watchdog*”, “*Trustee*” e “*Pilot*” (p. 55), e caracterizaram-nos em relação ao papel na estratégia. O conselho *Watchdog* concentra-se principalmente no acompanhamento e avaliação da estratégia pós-implementação. O conselho *Trustee* desempenha um papel limitado na iniciação da estratégia, mas um papel significativo na análise de opções, monitorização e avaliação de resultados, e o Conselho *Pilot* desempenha um papel mais significativo em todas as áreas. Estes autores caracterizam este envolvimento como uma progressão em contínuo. Esta ideia foi mais tarde, também sustentada na orientação normativa, com Ingley and Van de Walt (2001), a confirmarem que as tentativas de definir o papel dos Conselhos na estratégia empresarial pode ser colocado como uma progressão em contínuo, ou seja, dum lado, uma perceção tradicional do papel do conselho em aprovar, acompanhar e rever a estratégia, e do outro lado, um papel de liderança de participação ativa na definição dos objetivos, valores e definição da orientação estratégica. Administradores não só aconselham, como também podem

iniciar importantes mudanças na estratégia empresarial das empresas (Haunschild, 1993; Palmer, Jennings, & Zhou, 1993).

Hill (1995), com base em entrevistas a Conselhos de grandes empresas inglesas, verificou que os administradores não executivos concebem a direção estratégica como sua principal intervenção na empresa, dando amplitude à visão, fazendo contactos com grupos de interesse do meio ambiente externo, e atuando como um painel de aconselhamento da gestão de topo.

Lorsch (1995) sugere que, no mínimo, os administradores devem analisar e aprovar a estratégia empresarial, e avaliar os seus resultados. Para Kosnik (1990) o Conselho deve avaliar e ratificar as propostas, da gestão de topo, em todas as decisões estratégicas da empresa, relativas aos objetivos de longo prazo e estratégias empresariais.

Pearce and Zahra (1991) propuseram uma tipologia de quatro Conselhos - *Caretaker*, *Statutory*, *Participative* e *Proactive*, com base nas dimensões subjacentes do poder do *CEO* e do poder do Conselho, e não encontraram diferenças nos Conselhos dominados por administradores externos entre as quatro tipologias (p. 136). O CA envolve-se na reestruturação da empresa, caso as estratégias da gestão de topo se mostrem inadequadas (Johnson, Hoskisson & Hitt, 1993). Johnson et al. acrescentam, que em última análise, um Conselho com maioria de administradores externos, iniciará uma reestruturação, caso outros mecanismos de governação falhem.

Só alguns Conselhos se envolvem ativamente no processo de formulação de estratégia (Alexander, Fennel, & Halpern, 1993), no entanto é crescente o número destes Conselhos que se tornaram explicitamente mais ativos na formulação de estratégia, tanto diretamente no seio do CA, ou indiretamente através de participação em comissões (Johnson et al., 1996).

Alguns autores disseram que, os *CEOs* de organizações com grandes Conselhos tendem a usar o seu poder para se entrincheirar, o que normalmente faz com que a orientação estratégica seja estável. Além disso, Conselhos mais pequenos e administrativamente focalizados mantêm o seu poder substituindo frequentemente o

CEO, o que os leva a mudarem mais rapidamente de estratégia. Consistente com estas evidências, Goodstein, Gautam and Boecker (1994) concluíram que os conselhos maiores e com maior diversidade, eram menos bem-sucedidos numa mudança estratégica, em ambientes turbulentos, do que Conselhos menores e mais homogêneos.

Os investigadores continuaram a desafiar a *managerial hegemony theory*, discutindo como os Conselhos desempenham um papel ativo na estratégia da empresa. McNulty and Pettigrew (1999) concluíram do seu estudo a 108 administradores, que os Conselhos estavam ativamente envolvidos na estratégia de empresa e que era crucial estudar tanto o “content”, como o “process” de envolvimento do conselho na estratégia (p. 47). No entanto, adiantaram, que os administradores não executivos, raramente iniciam o conteúdo da estratégia, com exceção das empresas em crise ou com mau desempenho e as empresas que anteriormente tenham sido propriedade do Estado. Os autores acrescentaram ainda, que o envolvimento dos administradores não executivos poderia assumir três níveis graduais: a) “taking strategic decisions”; b) “shaping strategic decisions”; e c) “shaping the content, context and conduct of strategy” (p. 48). O primeiro nível de envolvimento, *taking strategic decisions*, é desempenhado por todos os Conselhos, no interior da sala de reuniões, e envolve a aceitação, rejeição ou apresentação de propostas de investimento de capital. A segunda, *shaping strategic decisions*, é constituída pela influência, formal ou informal, que os administradores não executivos exercem, no início do processo de decisão, sobre propostas de investimento de capital, apresentadas pela gestão de topo. Deste modo, a gestão de topo, vai incorporando as opiniões e conselhos do conselho de administração nas suas propostas, de forma que no final, estas já reflitam a posição do Conselho e assim possam ser aprovadas por este. Este nível de envolvimento, só alguns Conselhos o tem, e pode ser considerado como uma forma mais consultiva de controlo (McNulty & Pettigrew, 1999). O último nível de participação, e mais ativo do Conselho, *shaping the content, context and conduct of strategy*, a influência é contínua e não se limita aos momentos de decisão. Vejamos um pouco mais em detalhe, cada um destes três últimos conceitos. O contexto tem a ver como o Conselho desenvolve o debate estratégico, ou seja, quais as condições do processo de estratégia na empresa, como por exemplo se a estratégia é

deliberada, emergente ou mistura de ambas, ou ainda, outro exemplo, se a estratégia é discutida abertamente ao nível do Conselho. Quanto à condução da estratégia, refere-se à metodologia para o desenvolvimento de estratégias e acompanhamento do processo de execução, como por exemplo, quais trabalhos escritos e quando, a gestão de topo deve enviar ao Conselho, ou quais as responsabilidades estratégicas da gestão de topo. Finalmente, o Conselho dá a forma definitiva (*shaping the content*) à estratégia, através da perceção das intenções da gestão de topo, avaliação das alternativas e do controlo da implementação da estratégia. Segundo McNulty and Pettigrew, apenas uma minoria dos Conselhos definem o conteúdo, o contexto e conduzem a estratégia das empresas, isto é, só uma minoria dos Conselhos tem uma intervenção ativa na estratégia.

Contudo, com esta argumentação, não se está implicitamente a sugerir que a gestão de topo não deve ser envolvida no processo estratégico (Ingley & van der Walt, 2005). Na verdade a sua participação é fundamental para desenvolver uma base de entendimento, chegar a um acordo e ter um adequado processo de decisão (Westphal, 1999).

Um outro estudo referencial, conduzido por Stiles and Taylor (2001), através de 51 entrevistas a administradores das principais empresas públicas inglesas, entre outros métodos, concluíram que o Conselho deve intervir através de dois mecanismos. O primeiro, “The board’s role in large organizations is not to formulate strategy, but rather to set the context of strategy.” (p. 31), e o segundo, como manter o enquadramento estratégico. No primeiro mecanismo, a definição do contexto da estratégia, envolve a definição do negócio onde a empresa vai operar, e a definição da sua missão e visão, sendo assim, conceptualmente muito similar ao apresentado por McNulty and Pettigrew (1999), no definir o contexto da estratégia. O segundo mecanismo, de manutenção do enquadramento estratégico, pressupõe que o Conselho exerça três ações: 1) “gatekeeping”, ou seja, estabelecer um processo de revisão ativa e adaptação regular das propostas estratégicas da gestão de topo, às opiniões e conselhos do conselho de administração; 2) “confidence-building”, criando um processo de encorajamento da gestão de topo, em tomar posições empreendedoras que renovem a empresa; e 3)

escolher os administradores, mais adequados à empresa, em especial o *CEO* (p. 40). Este segundo mecanismo é, também, conceptualmente similar à noção apresentada por McNulty and Pettigrew (1999), de definir o conteúdo e a condução da estratégia.

Também Ruigrok, Peck and Keller (2006) afirmam que o Conselho “is involved in defining, selecting and implementing corporate strategy.” (p. 1201).

Muito recentemente, Wheelen and Hunger (2012) descreveram seis níveis, graduais, de envolvimento do Conselho na gestão estratégica da empresa. O primeiro nível é o “phantom”, no qual o Conselho não tem qualquer envolvimento efetivo no processo, enquanto no último, o “catalyst”, o Conselho tem um envolvimento bastante ativo no processo de gestão estratégica (p. 94). No Quadro 3.1, apresentam-se todos os seis níveis, com a descrição do seu envolvimento.

Quadro 3.2 – Níveis de envolvimento do Conselho na gestão estratégica de empresa

Item/ Nível/Tipo de envolvimento	Muito baixo/passivo	Baixo/passivo	/Passivo	/Cativo	Alto/ativo	Muito alto/ativo
Designação	“Phantom”	“Rubber Stamp”	“Minimal Review”	“Nominal Participation”	“Active Participation”	“Catalyst”
Descrição de ação	Nunca sabe o que fazer, se fizer algo. Não tem qualquer envolvimento.	É a gestão de topo, que toma todas as decisões. O Conselho vota nas propostas recomendadas pela gestão de topo.	Formalmente examina as propostas que a gestão de topo lhe apresenta	Envolvimento limitado na performance ou revisão de decisões-chave, indicadores selecionados ou programas da gestão de topo	Aprova, faz perguntas, e toma decisões finais sobre a missão, estratégia, políticas e objetivos. Tem comités a funcionar. Realiza auditorias fiscais e de gestão.	Assume o papel de liderança na criação e alteração da missão, objetivos, estratégia e políticas. Tem um comité de estratégia muito ativo.

Fonte: Adaptado de Wheelen and Hunger (2012), p. 95

Segundo Adams and Ferreira (2007) “the board must review and approve fundamental operating and financial decisions, and other corporate plans and strategies.” (p. 218)

Mais genericamente, Adams, Hermalin, and Weisbach (2010), concordam e afirmam que Conselhos também podem estar envolvidos na definição de estratégia.

Nesta senda, também Carter and Lorsch (2004), afirmaram “The aspiration of every board we have worked with, is to spend more time on strategy” (Hendry et al., 2010, p. 33). Portanto, é desejo do Conselho ter um maior envolvimento na função estratégia da empresa.

Resumindo algumas posições de envolvimento do Conselho na estratégia, pode-se dizer que pode ser visto, como: um *continuum*, de aprovador até definidor (Ingley & Van de Walt (2001); de minimalista a maximalista (Pettigrew & McNulty, 1995); de passivo a ativo (Golden & Zajac, 2001; Stiles & Taylor, 2001); “Watchdog”, “Trustee”, e “Pilot” (Demb & Neubauer, 1992, p. 55); e até mesmo “Phantom”, “Rubber Stamp”, “Minimal Review”, “Nominal Participation” “Active Participation” e “Catalyst” (Wheelen & Hunger, 2012, p. 95).

Neste sentido, com base nas diferentes perspectivas teóricas, os investigadores vêm o envolvimento estratégico do Conselho de forma diferente, ao nível de *inputs*, formulação e implementação.

Pode-se concluir da orientação académica, que enquanto nas décadas de 1970 e 1980, predominava a escola passiva, desde meados dos anos 1990, foi a escola ativa a dominante (Hendry & Kiel, 2004). Mas os Conselhos representam uma oferta suplementar de recursos de gestão, não um substituto da gestão de topo (Fiegener, 2005).

Apesar das diversas tarefas sugeridas pelos autores, a literatura de gestão tem uma perspectiva ampla do papel do conselho na estratégia empresarial, que inclui a definição do negócio, desenvolvimento da visão, missão e objetivos, aconselhamento sobre as alternativas estratégicas, seleção e implementação de estratégias, avaliação de

performance da gestão de topo e da empresa (Hendry & Kiel, 2004; Pearce & Zahra, 1991).

O envolvimento do Conselho no processo de decisão estratégica está positivamente relacionada com o desempenho financeiro (Judge & Zeithaml, 1992). Também Lubatkin and Shrieves (1986) concluíram que a estratégia influencia a performance da empresa. Igualmente, Judge and Dobbins (1995) concluíram que, se os administradores são mais conhecedores das questões estratégicas, então as empresas têm um melhor desempenho. E, Pearce and Zahra (1991) concluíram que organizações com Conselhos poderosos, isto é, bastante participativos na estratégia, têm melhor performance do que empresas com Conselhos mais fracos. A função estratégia e as outras três funções críticas do Conselho; fazem parte do processo de formação de estratégia que engloba a formulação e a implementação, por isso estas não são partes separadas da estratégica, mas sim dimensões distinguíveis (Wit & Meyer, 2010). Dado que a formulação e implementação fazem parte do processo de gestão estratégica (Ireland et al., 2011) todas as funções só podem estar correlacionadas.

Com base nestas posições, propõe-se as seguintes hipóteses, para o conselho de administração:

H1. A função estratégia influencia positiva e significativamente a performance de empresa;

H2. A função estratégia está correlacionada positiva e significativamente com a função serviço;

H3. A função estratégia está correlacionada positiva e significativamente com a função controlo;

H4. A função estratégia está correlacionada positiva e significativamente com a função recurso.

3.1.2.2. Serviço

Adams and Ferreira (2007), citando Monks and Minow (1996), referem que tanto *The Business Roundtable*¹⁰ como o *American Law Institute*¹¹ identificam o serviço, como uma das principais funções dos Conselhos nos Estados Unidos da América. Acrescentam, Adams and Ferreira, que esta função é importante não só para os EUA, que têm um sistema unitário ou monista de governação, como também para outros países que têm um sistema de governação dualista, como é o caso de alguns países europeus. Também Jensen (1993) considera o serviço, uma das duas principais funções do Conselho. Apesar da sua grande importância, esta é uma função de alguma dificuldade em conceptualizar, dados os diferentes pontos de vista dos investigadores (Nicholson & Newton, 2010).

Esta função é suportada por diversas perspetivas teóricas (van den Heuvel et al., 2006). Concretamente, tem subjacente a *resource dependence theory* e a *stewardship theory* (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997; Muth & Donaldson, 1998).

Johnson et al. (1996), dizem que os administradores ocupam um tempo considerável no desempenho desta função e que ela consiste em sugerir e aconselhar o *CEO*, e que "advising the CEO, a task that, while not as dramatic as replacing him, enables them [directors] to play what many consider to be their key normal duty" (p. 424). Estudos recentes vêm corroborar esta ideia da função serviço como normal, pois a grande maioria dos administradores (64%) estão mais ativamente envolvidos na estratégia da empresa, comparativamente com 5 anos antes (McKinsey, 2006); e que administradores

¹⁰ The Business Roundtable é uma associação de *CEO* das principais empresas dos EUA, que de acordo com o seu relatório em 2012, representavam mais de US \$ 6 biliões em volume de negócios e mais de 14 milhões de trabalhadores.

¹¹ O American Law Institute, constituído em 1923, é a organização independente líder nos EUA na produção de trabalhos académicos para esclarecer e modernizar a lei, ou seja, para melhorar a lei.

querem focalizar-se nas perspectivas de longo prazo das empresas (McKinsey, 2008). Neste último estudo, 50% dos respondentes (dos 586 administradores) declararam, que as reuniões do Conselho deveriam aumentar o tempo dedicado ao desenvolvimento, análise e priorização de estratégias. Portanto, é desejo do Conselho ter um maior envolvimento na função serviço, para contribuir para a tomada de decisão, nas questões estratégicas da empresa.

Dentro desta função, são diversas as tarefas que são desempenhadas pelo Conselho. Hermalin and Weisbach (1998) admitem que “boards also play important roles providing information and advice to management” (p. 112). Hermalin and Weisbach (1988) acrescentaram que os *CEO* utilizam os administradores como fontes de informação na formulação da estratégia. Conselhos são capazes de influenciar estratégias através de sugestões, informações, aconselhamento (Levrau & Van den Berghe, 2007); e dessa forma criam o contexto para a elaboração e aprovação de estratégias (Schmidt & Brauer, 2006). Diversos acadêmicos afirmaram que os Conselhos devem sugerir e aconselhar nas questões estratégicas (Gomez-Mejia & Wiseman, 1997; Johnson et al., 1996; Zahra & Pearce, 1989). Mais em concreto, Johnson et al. (1996) definiram a função serviço como “advising the CEO and top managers on administrative and other managerial issues as well as more actively initiating and formulating strategy” (p. 411).

Alguns autores complementam, dizendo que o Conselho aproveita a experiência e especialização de seus membros, para aconselhar a gestão de topo na direção estratégica da empresa (Adams & Ferreira, 2007). Para Forbes and Milliken (1999) esta função é “generating and analyzing strategic alternatives” (p. 492). Já Faleye (2011) considera que este papel de aconselhamento envolve tanto, auxiliar a gestão de topo na formulação e execução de estratégia, bem como dar-lhe conselhos em outras áreas de primeiro nível do processo de tomada de decisão da empresa. Fama and Jensen (1983a) afirmam que administradores mais experientes podem facilitar a avaliação efetiva das propostas da gestão de topo, em parte, dando valiosos conselhos, nomeadamente quais

estratégias podem ser formuladas. Segundo Hart (1992), as “levers” organizacionais para definir uma estratégia são: missão, estratégia, objetivos (p. 335).

Outros autores consideram o serviço, como um papel ativo do Conselho no processo de tomada de decisão estratégica da empresa, e incluem nesta a prestação regular, à gestão de topo, de sugestões e conselhos em questões estratégicas (Westphal, 1999; Zahra & Pearce, 1989). As informações prestadas pelos administradores podem aumentar o leque de opções estratégicas consideradas pela gestão de topo e ajudam-na a identificar novas oportunidades estratégicas (Judge & Zeithaml, 1992). Já Mace (1971) considerava a função serviço dos conselhos de administração, como iniciação e desenvolvimento da estratégia (Johnson et al., 1996). Ford (1988) afirmava que “board is supposed to assist management in determining objectives and strategies” (p. 49). Também Linck, Netter, and Yang (2008) vêm corroborar, em termos gerais, e afirmam que a função serviço do Conselho envolve ajudar a gestão de topo a tomar boas decisões sobre estratégia da empresa.

Mais concretamente, as tarefas do conselho de administração, são de orientação da gestão de topo no sentido de definir a missão e objetivos estratégicos da empresa (Hillman & Dalziel, 2003; Shen, 2003). Hendry and Kiel (2004) afirmaram que para um Conselho ser eficaz é necessário que participe, ativamente, no processo estratégico da empresa, que inclui definir a visão a missão, as atividades estratégicas. Se o Conselho desempenhar esta função serviço, os acionistas ficam, pelo menos, um pouco melhor, visto o valor da empresa aumentar, dado que a experiência e competências (*expertise*) do Conselho complementam as do *CEO* (Adams & Ferreira, 2007). Por isso, Adams and Ferreira argumentam, que é importante considerar esta função, na avaliação de eficácia do Conselho.

Também Judge and Zeithaml (1992) concluíram que o envolvimento do Conselho no processo de decisão estratégica está positivamente relacionada com o desempenho financeiro.

No entanto no domínio da teoria de gestão estratégica, a tipologia de orientação estratégica reflete o papel central da influência da gestão de topo (Li & Tan, 2013). A literatura sobre gestão estratégica enfatiza a importância da gestão de topo na formulação da estratégia (Gimbert, Bisbe, & Mendoza, 2010). Os membros do conselho de administração estão envolvidos em decisões estratégicas importantes, que muitas vezes os permitem colaborar com os membros da gestão de topo (Menz, 2013). No entanto, apesar de essa colaboração ser geralmente considerada benéfica, pode criar tensões adicionais (Nichols, 1992). Neste sentido, se as responsabilidades entre Conselho e gestão de topo, não estiverem claramente definidas, corre-se o risco do Conselho interferir indevidamente na gestão eficiente da empresa (Helmer, 1996). E esta função serviço é em grande medida bastante interventiva na empresa, pois pretende que o CA contribua com informação, orientação e aconselhamento, para a tomada de decisão estratégica na empresa, nomeadamente a sua participação ativa, na definição da missão, da estratégia (s) e dos objetivos estratégicos. Assim, atendendo que o CA tem uma intervenção sancionatória na gestão estratégica da empresa, a sua intervenção nesta função serviço, poderá contribuir com tensões adicionais, podendo ser entendida como uma intervenção direta no domínio da gestão de topo e por isso não contribuirá positivamente para a performance da empresa.

Em última instância, a sobrevivência e o sucesso duma empresa, dependem do CA (Monks & Minow, 2008). Por isso é determinante que a sua ação seja coerente com este seu desígnio. Assim, parece consensual que a função serviço esteja relacionada com as outras funções críticas.

Neste contexto, apresentam-se as seguintes hipóteses, para o conselho de administração:

H5. A função serviço influencia negativa e significativamente a performance de empresa;

H6. A função serviço tem uma correlação positiva e significativa com a função controlo;

H7. A função serviço tem uma correlação positiva e significativa com a função recurso;

3.1.2.3. Controle

A função controle é frequentemente descrita como a mais importante do Conselho (Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998; Dalton et al., 1999; Fama, 1980; Jensen, 1993; Mizruchi, 1983; Zahra & Pearce, 1989). Jensen (1993) afirmou que o Conselho está “at the apex of the internal control system” (p. 862). Esta importância dada ao controle resulta do domínio da teoria de agência (Fama & Jensen, 1983a); que suporta a maioria das pesquisas existentes, dedicadas às funções do Conselho (Johnson et al., 1996); e dos grandes escândalos empresariais (Clarke, 2005). A função controle é predominantemente baseada na teoria da agência (Hillman & Dalziel, 2003; van den Heuvel et al. 2006); no entanto a maioria das teorias de *corporate governance* identifica o controle, como concetual e normativamente importante (Bainbridge, 1993; Zahra & Pearce, 1989).

A função controle, envolve fiscalizar a gestão de topo com vista a minimizar potenciais problemas de agência (Faleye, 2011); e também pode ser designada por monitorização Dalton et al. (1999).

São várias as tarefas que o Conselho pode desempenhar na função controle. Para Dye (2003), os Conselhos podem avaliar os resultados de formulação e implementação da estratégia. Enquanto para Hendry and Kiel (2004) e Pearce and Zahra (1991), inclui a avaliação de performance da gestão de topo e da empresa. E para Rindova (1999) envolve monitorizar a implementação da estratégia.

Baysinger and Hoskisson (1990) sugerem dois controlos, para as decisões estratégicas: controlos estratégicos e controlos financeiros. Controlos estratégicos são

efetuados através da avaliação de performance da gestão de topo, comparando os objetivos estratégicos definidos com o cumprimento desses mesmos objetivos. Controlos financeiros envolvem a avaliação da gestão de topo, no cumprimento dos objetivos financeiros delineados. Dalton et al. (1998) acrescentam que o controlo baseia-se fortemente em indicadores financeiros contabilísticos; e, muitas vezes é feito numa base de exceção (Stiles & Taylor, 2001), isto é, o controlo só é efetuado, se o desvio entre realidade e previsão ultrapassar determinados níveis.

Outra tarefa desta função é assegurar, que a gestão de topo cumpre os requisitos legais, regulamentares e estatutários, ou seja cumpre o dever fiduciário. Hillman et al. (2000) afirmam que o dever fiduciário, para com os proprietários da empresa, está incluído nesta função controlo. Para Ibrahim (2008), o dever fiduciário, subdivide-se em dever de lealdade e de diligência. Lealdade para com os acionistas e no superior interesse da empresa, tomando decisões com conhecimento de causa, de boa-fé, duma forma desinteressada e independente (Cieri, Sullivan, & Lennox, 1994; Miller, 1993); e “prohibits self-dealing and the usurpation of corporate opportunities” (Miller, 1993, p. 1467). Diligência “requires directors to exercise that degree of care that an ordinarily prudent person would exercise under the same or similar circumstances” (Miller, 1993, p. 1467).

Outros autores identificaram outras tarefas, tais como: planeamento da sucessão do *CEO* (Pitcher, Chreim, & Kisfalvi, 2000), a sua seleção, contratação (Johnson et al., 1996), e, se for necessário, a sua demissão (Adams, Hermalin & Weisbach, 2010); monitorizar o *CEO* (Boyd, 1995; Daily, 1996); monitorizar a implementação da estratégia (Hillman & Dalziel, 2003; Rindova, 1999); definir e avaliar a compensação auferida pela gestão de topo (Brennan, 2006; Conyon & Peck, 1998). É também responsabilidade do Conselho, garantir que os procedimentos de gestão de risco e controlos internos são aplicados (Ingleby & van der Walt, 2005; Nicholson & Kiel, 2004b). Também Raber (2003) sugere que o conselho de administração, como representante dos proprietários, deve cumprir a sua função controlo, monitorizando as decisões e os riscos assumidos pela gestão de topo. Raber acrescenta, que o Conselho

deve suscitar a revisão das decisões da gestão de topo, quando estas envolvem riscos inadequados.

A avaliação de desempenho do próprio conselho, como órgão, (Van den Berghe & Baelden, 2005), mas também o dos administradores individualmente (Cadbury, 2000; Conger, Finegold, & Lawler, 1998), é outro dos controlos a efetuar pelo Conselho. A orçamentação e seu acompanhamento deverá ser, também uma responsabilidade do Conselho (Ingley & van der Walt, 2005).

Segundo ecoDa (2010), “The board is responsible for monitoring and evaluating management performance.” (p. 28). Detalhadamente, esta associação de administradores, propõe que as tarefas do Conselho, devem ser: “Supervising and controlling company progress; Approval of operating and capital budgets; Approval of major corporate actions (e.g. acquisitions, disposals, commencing or terminating of business activities); Approval of financial statements.” (p. 29-30).

Hutchinson and Gul (2004) afirmaram que “Prior research on the relationship between corporate controls and firm performance is premised on the notion that, in theory, there is direct association between corporate governance and firm performance.” (p. 595). No entanto, adiantam os autores, pesquisas anteriores sobre a relação entre controlos empresariais e desempenho da empresa têm apresentado resultados mistos e muitas vezes fracós.

Mas a monitorização por parte do conselho de administração pode reduzir os custos de agência inerentes à separação entre propriedade e controlo e, dessa forma, melhorar o desempenho da empresa (Fama, 1980; Mizruchi, 1983; Zahra & Pearce, 1989).

Esta função controlo, encaixa na fase de implementação estratégica. No entanto a formulação e implementação fazem parte dum todo - processo de gestão estratégica (Ireland et al., 2011), e por esta razão esta função deve estar relacionada com as restantes funções críticas do Conselho.

Neste sentido identificam-se as seguintes hipóteses, para o conselho de administração:

H8. A função controlo, está positiva e significativamente associada à performance de empresa;

H9. A função controlo tem uma correlação positiva e significativa com a função recurso;

3.1.2.4. Recurso

O Conselho é um recurso determinante para a empresa; pois pode contribuir para melhorar a sua credibilidade, legitimidade, reputação, prestígio (Gabrielsson & Winlund, 2000; Horner, 2010; Mizruchi, 1996; Stiles & Taylor, 2001; Zahra & Pearce, 1989); identidade, compromisso com a missão e garantir a sua sobrevivência (Pearce & Zahra, 1992).

A *resource dependence theory* suporta esta função (Pfeffer, 1972; Provan, 1980); e considera que o Conselho é um dos vários instrumentos, que a gestão de topo pode usar, para facilitar o acesso a recursos críticos e dar legitimidade, para o sucesso da empresa (Horner, 2002; Johnson et al., 1996). Como referem Johnson et al. (1996), as pesquisas de Pfeffer (1972, 1973), Pfeffer e Salancik (1978) e Zald (1969), deram muito do enquadramento sobre a utilização do Conselho, como mecanismo para gerir a dependência de recursos da empresa. Ruigrok et al. (2006) afirmaram, que os Conselhos têm um papel importante no reforço das relações entre empresa e ambiente externo. Pois, ligar a organização com o meio ambiente externo é uma das principais funções do conselho de administração (Horner, 2002).

Vários são os recursos, que os CA podem trazer para a empresa. Hillman and Dalziel (2003) consideram a função recurso, bastante abrangente, pois para além da dotação de recursos também incluem nesta função as tarefas de sugestão e aconselhamento da gestão de topo. Pearce and Zahra (1992) incluem nesta função, representação dos interesses da empresa na comunidade, fazer a ligação da empresa com o ambiente externo (ver também Pfeffer, 1972) e exercício de funções cerimoniais da vida da empresa (ver também Mintzberg, 1983), tais como presidir às reuniões de acionistas e participar nas atividades da empresa. Também Ruigrok et al. (2006) consideram que o Conselho, ou os administradores individualmente, podem representar a empresa em atos cerimoniais, para aumentar a legitimidade da empresa.

Facilitar o acesso a recursos escassos, pode ser outra incumbência do Conselho (Brennan, 2006; Johnson et al, 1996); quer sejam imateriais, como informação, ou materiais, como capital (Nicholson & Kiel, 2004a; Stiles & Taylor, 2001). Mizruchi and Stearns (1988), num estudo que realizaram e que abrangia um período de 27 anos, encontraram evidências que, quando a performance das empresas diminui e o ciclo económico é de contração a nomeação para o CA de representantes de instituições financeiras é mais provável. Naturalmente, o objetivo seria facilitar o acesso das empresas ao capital. Mais tarde, estes autores, concluíram que as instituições financeiras representadas no Conselho de uma empresa, influenciava os tipos e quantidades de financiamentos obtidos por essa empresa (Stearns & Mizruchi, 1993). Num estudo internacional, constatou-se que o fraco desempenho bolsista das grandes empresas japonesas era um fator determinante para a nomeação de administradores da finança para o seu Conselho (Kaplan & Minton, 1994), ou seja promovia-se a interligação de administrações.

Seguir de perto os concorrentes principais, dado que são atores externos importantes, do ponto de vista dos acionistas e da gestão de topo, é uma prática que pode beneficiar as empresas. A interligação de administradores das empresas com os seus concorrentes (que é proibida nos EUA), não faz com que essas empresas cooptem esses concorrentes (Zajac, 1988).

Para Pfeffer and Salancik (1978), o acesso a recursos críticos por parte das empresas pequenas e recém-criadas, pode ser especialmente problemático, pois tendem a ter menos opções para a gestão de suas dependências organizacionais, do que grandes empresas suas concorrentes (Johnson et al., 1996). Assim, a função recurso pode ser importante para o sucesso de empresas pequenas e empreendedoras (Daily & Dalton, 1992, 1993).

Nas empresas que enfrentam a falência ou tentam sair dela, a função recurso pode ser importante. Em caso de crise na empresa é importante a manutenção de relações de intercâmbio com grupos importantes (Sutton & Callahan, 1987).

Hillman and Dalziel (2003) veem a provisão de recursos, uma função que influencia diretamente o desempenho da empresa, uma vez que reduz a dependência, diminui a incerteza, diminui os custos de transação e “ultimately aid in the survival of the firm” (p. 386).

É da responsabilidade dos administradores, garantirem que uma determinada empresa seja bem governada (Filatotchev & Boyd 2009). Por isso a sua ação deve ser concertada com os restantes órgãos de topo da empresa, bem como coordenada com os restantes membros do CA.

Neste contexto a hipótese, para o conselho de administração, é a seguinte:

H10. A função recurso está positiva e significativamente associada à performance de empresa.

3.1.2.5. Modelo das funções

Qualquer empresa precisa de um Conselho eficaz (Barker, 2010), por isso, vários têm sido os autores, apoiados em diversas teorias de *corporate governance*, a tentar perceber essa eficácia. No entanto, os trabalhos empíricos realizados sobre a eficácia do Conselho têm sido inconclusivos. Para Johnson et al. (1996), os investigadores ainda não chegaram a uma conclusão, porque não procuraram: 1) “in the right place”, 2) “at the right time” e 3) “with the right equipment” (p. 433).

Explicando melhor cada uma dessas três razões. A primeira, o lugar certo, quer dizer que os estudos devem ser baseados no que se passa dentro da sala de reuniões do conselho de administração e não analisar, somente, a relação entre variáveis de composição, estrutura, e desempenho da empresa. A segunda razão, embora tenha havido discussão sobre o que os Conselhos devem fazer - ou seja as funções e respetivas tarefas que deveriam desempenhar – parece faltar saber, quais eles estão a concretizar e como estão a fazê-lo. Zahra and Pearce (1989) corroboram com esta ideia, e afirmam que não está bem documentado o que Conselhos realmente fazem e portanto, há um “pressing need to document what boards actually do.” (p. 326). Pettigrew (1992) concorda que é importante focalizar os estudos sobre processos do Conselho e o seu comportamento real. A terceira razão, referida por Johnson et al. (1996), é que os investigadores não estão a aplicar o equipamento certo para estudar o conselho de administração. Isto é, tem sido dado ênfase a abordagens univariadas, em vez de desenvolver modelos integrados para explicar o desempenho do Conselho.

Em termos de eficácia organizacional, geralmente é medida pelo desempenho de empresa (Judge, 1994). Medir o sucesso de Conselho pela performance de empresa, é aliás, também, a opinião dos administradores, pois “Directors, themselves hold the view that financial performance is the key gauge of a board’s success” (Ingley & van der Walt, 2005, p. 649), ou seja a sua performance é medida em termos do desempenho

financeiro da empresa. Até porque “Better firm performance should benefit all stakeholders” (Ashbaugh-Skaife, Collins, & LaFond, 2006, p. 213).

Assim, é essencial que o Conselho defina e identifique as suas responsabilidades, e como pode contribuir mais efetivamente para o sucesso empresarial (Barker, 2010). Revelar como Conselhos trabalham, tem um enorme interesse prático (Leblanc, 2004). Forbes and Milliken (1999) e Pettigrew (1992) realçaram a necessidade de se abrir a caixa negra, do comportamento do Conselho. E para isso, recentemente, vários têm sido os investigadores a integrar diferentes perspetivas teóricas, tais como teoria de agência, *resource dependence theory*, *stewardship theory*, *upper echelons* e *group process* para explicar as funções e tarefas do Conselho (Forbes & Milliken 1999; Hillman & Dalziel 2003; Jensen & Zajac 2004; Nicholson & Kiel 2007; Zona & Zattoni 2007).

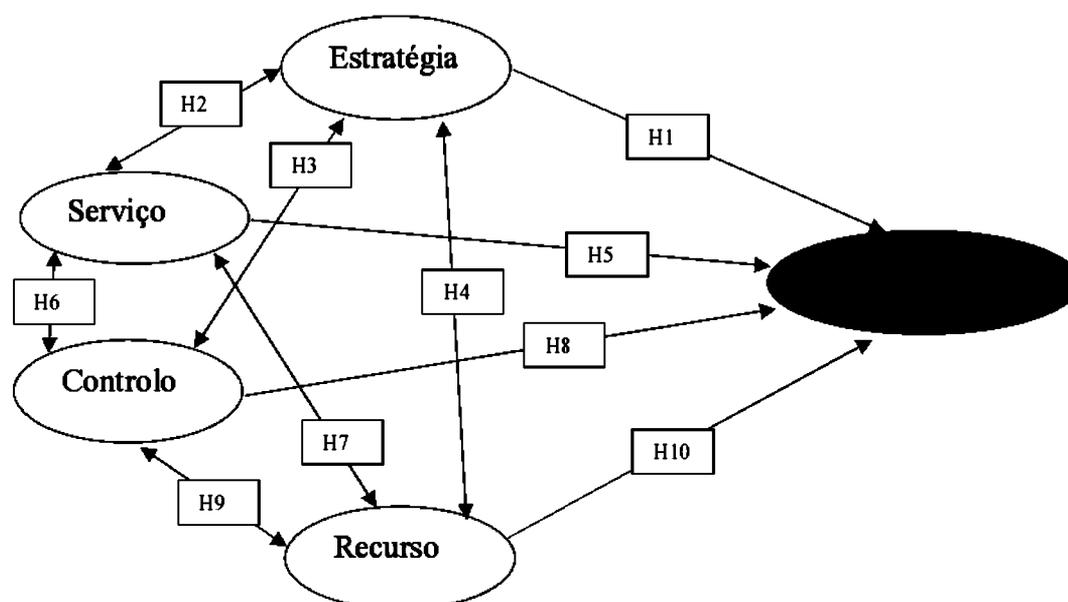
A integração de diferentes teorias num modelo justifica-se, porque o conselho de administração é um órgão que tem de desempenhar funções e tarefas complexas e multidimensionais, que não podem ser explicadas totalmente pela adoção de uma abordagem teórica única (Fiegener, 2005; Ravasi & Zattoni, 2006).

As várias funções e tarefas desempenhadas pelo Conselho, são suportadas por diferentes teorias de *corporate governance*, que se complementam e não são antagónicas entre si (Daily et al., 2003). Daily et al. acrescentam, que uma abordagem multi-teórica ao governo das sociedades é essencial para o reconhecimento das muitas funções, tarefas e estruturas que possam melhorar substancialmente o funcionamento organizacional. Também van Ees and Postma (2004) consideram que para compreender a complexidade do comportamento do Conselho, há necessidade de ir além da teoria de agência e usar uma abordagem multi-teórica. Por exemplo Eisenhardt (1989) argumentou que, a teoria de agência vai facilitar a perceção da complexidade, além de dar perspetivas adicionais; e esta teoria concentra-se na função controlo do Conselho (Nicholson & Kiel, 2004b). A *stewardship theory* argumenta que os gestores podem ter os mesmos objetivos que os acionistas; e concentra-se na função serviço e estratégia do CA, ao passo que a *resource dependence theory* se concentra na função recurso do Conselho (Nicholson & Kiel, 2004b). Adiantam estes autores, Nicholson and Kiel, que

cada uma destas teorias proporciona orientações úteis aos profissionais, no entanto é necessário que estes não ajam de acordo com as recomendações de uma única teoria, de maneira isolada das demais. Nesta linha de pensamento Hillman and Dalziel (2003) recomendaram a integração da teoria de agência e a *resource dependency theory*.

Neste contexto, o estudo propõe o modelo da Fig. 3.2, que integra quatro funções críticas (Nicholson & Kiel, 2004b) e identifica as hipóteses. Estas funções do Conselho têm subjacentes as três principais teorias utilizadas nas pesquisas de *corporate governance* (Nicholson & Kiel, 2007) – teoria de agência, *resource dependence theory*, e *stewardship theory*. Portanto o modelo pretende avaliar a contribuição do Conselho na performance da empresa, não só em termos gerais, como em termos particulares de cada uma das tarefas das funções serviço, estratégia, controlo e recurso, na performance da empresa. As tarefas do Conselho são um dos tópicos de gestão menos analisado Pettigrew (1992). Portanto, integrar a *resource dependence theory*, a teoria de agência e a *stewardship theory*, pretende dar continuidade à proposta da literatura.

Figura 3.2 – Modelo multi-teórico das funções



Fonte: Elaboração própria

Para além destas quatro funções críticas, também as características do Conselho, têm um impacto na performance da empresa. Assim de seguida vou apresentar, características que têm um papel importante, no desempenho do Conselho.

3.1.3. CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO

A literatura considera as características dos conselhos de administração como aspetos importantes de governo das sociedades (Bhagat & Bolton, 2008).

Dentro dessas características, o tamanho e a estrutura do Conselho desempenham, sem dúvida, um papel importante (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010). Acrescentam Hermalin and Weisbach (2003), que duas das características, que normalmente são estudadas, são o tamanho e a estrutura (a proporção de administradores internos e externos) do Conselho. Também Ferrero-Ferrero, Fernández-Izquierdo, and Munõz-Torres (2012), afirmam que o tamanho e a estrutura do Conselho são o foco da literatura quando se analisa o desempenho do CA.

Para além destas, a liderança do Conselho é outra característica muito estudada (Brickley, Coles, & Jarrell, 1997).

Neste contexto, vai-se caracterizar cada uma destas três características – estrutura, tamanho (ou seja, composição) e liderança, do conselho de administração.

3.1.3.1. Composição

Estudos sobre a eficácia dos conselhos de administração abordam frequentemente a sua composição (Baysinger & Hoskisson, 1990; Fama & Jensen, 1983). Também Hermalin and Weisbach (2003) e Raheja (2005) acham que a composição do Conselho é fundamental para a sua eficácia. Por isso os académicos têm mantido, desde longa data, o interesse no conhecimento de qual a relação entre composição e desempenho da empresa (Daily et al. 2003).

A composição do Conselho é importante porque influencia a qualidade de deliberação e decisão dos administradores (Rosenstein, 1987; Tashakori & Boulton, 1983). A composição também determina a capacidade dos administradores em exercer controlos sobre a gestão de topo, a fim de proteger os interesses dos acionistas (Cochran, Wood, & Jones, 1985; Kosnik, 1990) e de outros grupos de interesse. A composição de um conselho é determinante para a sua capacidade em cumprir, de forma eficaz, as responsabilidades de governação (Goodstein, & Boeker, 1991; Hermalin & Weisbach, 2003). E por isso os conselhos devem ser estudados, nos atributos da sua composição (Forbes & Milliken, 1999).

Por composição do Conselho entende-se o número de administradores que o compõem, ou seja o tamanho do CA, e o tipo de administradores, isto é, se são internos ou externos à empresa. Para Byrd and Hickman (1992), Cochran et al. (1985) e Hermalin and Weisbach (1988) os administradores internos são aqueles que são, também, gestores de topo da organização. Os administradores externos à empresa são todos aqueles que não são internos, e subdividem-se em afiliados¹² (Dalton, Hitt, Certo, & Dalton, 2007), e independentes (Daily, Johnson & Dalton, 1999). Os afiliados são

¹² Na investigação em finanças e contabilidade, os administradores afiliados são também designados de “grey”.

administradores que não são trabalhadores da empresa, mas têm relações comerciais com ela, nomeadamente como consultor, fornecedor, cliente, ou têm uma relação familiar com o *CEO*. Os administradores independentes são aqueles que não têm qualquer vínculo laboral à empresa (para além de administrador), nem relação comercial com a empresa, ou de parentesco com o *CEO* e portanto em teoria, não são controláveis pela gestão de topo da empresa (Pearce & Zahra, 1992).

Resultados de investigação sugerem que a composição do conselho é um assunto importante na compreensão do desempenho dos administradores, de suas responsabilidades e contribuição para o desempenho financeiro da empresa (Pearce & Zahra, 1992).

Alguns investigadores sugerem não haver evidência sistemática que a composição do Conselho tenha influência na performance financeira da empresa (Bhagat & Black, 2002; Coles et al., 2001; Dalton et al., 1998; Hermalin & Weisbach, 2003; Kaufman & Englander, 2005; Walsh & Seward, 1990). No entanto Daily and Dalton (1992, 1993) concluíram, que a composição do Conselho, muitas vezes usada como representativa de dependência de recursos, está significativamente relacionada com a performance de empresa, medida por indicadores contabilísticos e de mercado. Assim, pode-se concluir, que os resultados obtidos nas diversas investigações, da relação entre composição do Conselho e desempenho da empresa não é clara (Ashbaugh-Skaife et al., 2006)

Apresenta-se de seguida, as duas componentes de composição do Conselho – tamanho e estrutura.

Tamanho

O tamanho é o número total de administradores que fazem parte do Conselho (Pearce & Zahra, 1992). Pfeffer (1972) afirmou que o tamanho do Conselho pode ser “systematically related to the organization’s apparent need to deal with important external sectors in the environment in such a way as to ensure successful operations and an adequate supply for the future” (p. 225). Pugliese and Wenstøp (2007), citando Pfeffer and Salancik (1978), argumentaram que o tamanho do Conselho afeta o seu desempenho.

No entanto a opinião dos investigadores sobre o tamanho do Conselho, não é unânime. Existem argumentos convincentes para ambas as alternativas, ou seja, para que a empresa tenha um Conselho maior ou que tenha um Conselho menor (Daily et al, 2003; Fich & Slezak, 2008).

Do ponto de vista institucional, Conselhos maiores, com mais membros, são considerados benéficos (Judge & Zeithaml, 1992). Tendo mais administradores aumenta a reserva de conhecimentos e conselhos que a gestão de topo pode capitalizar (Ruigrok et al., 2006). Também Platt and Platt (2012) argumentam, que um Conselho maior tem mais pessoas e estes podem aportar mais pontos de vista, capacidades e experiências. Adiantam Ruigrok et al., citando Pfeffer and Salancik (1978), que os defensores da *resource dependence theory* sugerem que Conselhos maiores aumentam a capacidade da empresa em lidar com incerteza do meio ambiente e de estabelecer ligações com parceiros comerciais. Estas ligações ajudam a “absorb elements into the leadership structure of an organization to avert threats to its stability or existence” (Ruigrok et al., 2006, p. 1205).

Em contraste, um conselho menor, com menos administradores, pode ser mais rápido a decidir, evitando debates mais demorados e prolongados (Platt & Platt, 2012). Concluíram Platt and Platt, que existe uma associação significativa entre empresas com Conselhos menores e falências.

Saber qual é o tamanho ideal dum Conselho, é uma questão que tem preocupado, desde há muito tempo, académicos e profissionais de negócios, no entanto esta variável tem um papel crucial na eficácia do Conselho (Raheja, 2005).

De acordo com o trigésimo quarto relatório anual da Korn/Ferry, o tamanho dos Conselhos tem vindo a diminuir, pois enquanto em 1973 cerca de 20% dos CA tinham entre 16 e 25 administradores, em 2007 o tamanho médio foi de 10 administradores (2 internos e 8 externos) (The Korn/Ferry Institute, 2009).

Em termos empíricos, alguns investigadores encontraram uma relação negativa. Yermack (1996) e Haniffa and Hudaib (2006) concluíram que as empresas com menores Conselhos tiveram melhor desempenho financeiro. Adams, Mansi and Nishikawa (2010), obtiveram resultados que sugerem, que os fundos de investimento com pequenos conselhos e que os administradores internos são gestores das entidades patrocinadoras do fundo, têm um melhor desempenho. Os resultados obtidos por Adams, Mansi and Nishikawa, são consistentes com Del Guercio, Dann, and Partch (2003), que também encontraram evidências de que o tamanho do Conselho está negativamente relacionado com o seu desempenho global. Andres, Azofra, and Lopez (2005) analisaram 10 mercados desenvolvidos, incluindo os Estados Unidos da América, e encontraram uma relação negativa entre o tamanho do Conselho e desempenho da empresa, medida pelo rácio anual entre a valorização bolsista e capital próprio contabilístico, embora os padrões convexos de resultados sugerem que o impacto negativo diminuiu quando o tamanho do Conselho aumenta. Esta relação negativa, confirma a teoria de agência, com Jensen (1993), a afirmar que um maior tamanho do Conselho, aumenta problemas na comunicação e coordenação e, assim, diminui a capacidade do Conselho para controlar a gestão de topo e a performance da empresa.

Um outro grupo de investigadores tem defendido uma relação em forma de U entre o tamanho e a sua eficácia (Zahra, Neubaum & Huse, 2000). Ou seja, o Conselho é eficaz quando a sua dimensão é pequena e também quando é grande, e é menos eficaz quando o tamanho é médio.

Outros investigadores encontraram uma relação positiva. Dalton et al. (1999) realizaram uma meta-análise a vinte e sete estudos, e concluíram que o tamanho do Conselho estava associado com níveis mais elevados de desempenho financeiro da empresa. Esta conclusão dos autores verificava-se para as empresas de todas as dimensões. No entanto, adiantaram, o efeito do tamanho do Conselho sobre o desempenho, foi maior para as empresas menores, isto é, quanto maior fosse o Conselho, nas empresas menores, maior era o seu desempenho. Também Adams and Mehran (2012) concluem que o tamanho do Conselho está positivamente relacionado com o desempenho da empresa. Portanto, segundo estes autores, quanto maior for o Conselho, maior a performance da empresa.

Face a estes resultados, propõe-se a seguinte hipótese:

H11. O tamanho do Conselho está positiva e significativamente associado à performance de empresa.

Estrutura

Desde as primeiras pesquisas sobre composição do conselho de administração, que é feita uma distinção entre administradores internos e externos à empresa, ou seja, distinguir o tipo de administrador (Pearce & Zahra, 1992). Para Daily, Johnson and Dalton (1995) a conceptualização destas categorias de composição do Conselho não foram unânimes (Johnson et al., 1996).

Apesar disso, Byrd and Hickman (1992), Cochran et al. (1985) e Hermalin and Weisbach (1988) consideram que os administradores internos são aqueles que são também gestores de topo da organização. Portanto, os internos são, funcionários da

empresa (Platt & Platt, 2012), a tempo integral, e exercem simultaneamente funções executivas e de administrador com funções de supervisão. Raheja (2005) considera que administradores internos são uma importante fonte de informações específicas da empresa, e por isso podem tornar a tomada de decisão do Conselho, mais eficaz. No entanto, dado que estão também, sob a alçada do *CEO*, as suas posições no Conselho, podem ser limitadas. Por exemplo, no caso da avaliação periódica de desempenho da gestão de topo, que é uma das principais tarefas do Conselho, os administradores internos podem sentir-se desconfortáveis nesta tarefa, dada a proximidade operacional que têm com esse órgão de gestão (Patton & Baker, 1987). Devido a esse desconforto e medo de retaliação, por parte do *CEO*, a avaliação feita pelos administradores internos, pode não ser objetiva nem justa (Baysinger & Hoskisson, 1990). Além disso, o Conselho é responsável por decidir várias questões importantes, nomeadamente política de compensação da gestão de topo, adoção de medidas *anti-takeover* e sucessão da gestão de topo. Nestas decisões não é expectável que os administradores internos tomem decisões em seu prejuízo para benefício dos acionistas, daí que, alguns académicos advogam que o Conselho deveria ser composto por maioria de membros independentes, para poderem exercer a função controlo (Johnson et al., 1996).

Provavelmente a questão mais amplamente discutida, quanto aos conselhos de administração é, se ter mais administradores externos aumenta o desempenho empresarial (Hermalin & Weisbach, 2003). Os administradores externos à empresa são todos aqueles que não são internos, e subdividem-se em afiliados (Dalton et al., 2007) ou “grey” (Hermalin & Weisbach, 1988; Platt & Platt, 2012), e independentes (Daily et al., 1999). Os afiliados são administradores que não são trabalhadores da empresa, mas têm relações comerciais com ela, nomeadamente como consultor, fornecedor, cliente, ou têm uma relação familiar com o *CEO* (Hillman et al., 2000). Os administradores independentes são aqueles que não têm qualquer vínculo laboral à empresa, para além de administrador, nem relação comercial com a empresa, ou de parentesco com o *CEO* e portanto em teoria, não são controláveis pela gestão de topo da empresa (Pearce & Zahra, 1992). Apesar dos administradores externos serem mais independentes do *CEO*, estão menos informados sobre os projetos da empresa (Fama & Jensen, 1983a).

A definição de independência no caso de Portugal, é ditado pelo Código das Sociedades Comerciais que define o regime de independência e incompatibilidades, nos seus artigos 414º e 414º - A (CSC, 2012) que é relativamente mais abrangente, do que o definido atrás.

Noutros países, os órgãos reguladores dos mercados de capitais, definiram o conceito de independência dos administradores. Bainbridge (2002) apresenta como a *New York Stock Exchange (NYSE) Listing Standards* classifica o administrador de independente:

- Ter sido empregado da empresa ou sua subsidiária há mais de 3 anos;
- Não ser familiar próximo, de quem foi nos últimos três anos, gestor de topo da empresa ou de sua subsidiária;
- Não ter tido relação comercial direta com a empresa, incluindo bancária, consultoria, legal e contabilística;
- Não ser sócio, acionista maioritário, ou gestor de topo de uma organização que tem uma relação comercial com a empresa, a menos que o Conselho determine, expressamente, que o relacionamento não interfere com o exercício de julgamento independente do administrador.

A independência dos administradores face ao *CEO*, em especial, tem sido uma das preocupações da investigação quanto à capacidade do Conselho para cumprir o papel de controlo nas empresas. Para Bainbridge (1993) e Daily and Dalton (1994), administradores que são potencialmente influenciáveis pelo *CEO*, nomeadamente devido às relações pessoais, profissionais e/ou económicas que têm com este, podem ser menos eficazes no desempenho da função controlo. Apesar dessa classificação Adams, Hermalin and Weisbach (2010), afirmam que mesmo assim, designar um administrador externo de independente, por vezes, é questionável.

Para alguns investigadores, como Hermalin and Weisbach (1998), independentemente da classificação de independência, qualquer que seja o tamanho da empresa, os administradores estão subordinados à gestão de topo. Já Smale, Patricof, Henderson, Marcus, and Johnson (1995), afirmaram “at the end of the day, most independent directors get neutralized in one fashion or another.” (p. 8). Outros admitem que a independência, muitas vezes percebida pela gestão de topo como um comportamento periférico e desviante, pode ser moderado (Westphal & Stern, 2006).

As evidências encontradas sugerem que Conselhos com maior proporção de administradores externos monitorizam e controlam melhor o trabalho da gestão de topo (Bhojraj & Sengupta, 2003; Helland & Sykuta, 2005).

O CA pode ser especialmente importante para uma empresa em crise. Daily and Dalton (1994) concluíram que administradores externos podem ser particularmente importantes, para que as empresas evitem um pedido de falência.

Segundo Byrd and Hickman (1992), a composição mais apropriada do conselho de administração, é a existência de um equilíbrio entre membros internos e externos.

Nos últimos anos, a pressão pública e os requisitos regulamentares têm levado as empresas a terem um Conselho, com uma maioria de administradores externos. Para Fama and Jensen (1983a), os administradores externos são fundamentais para a independência do Conselho.

Qual a composição adequada do conselho de uma empresa, ou seja a proporção de administradores internos e externos, é uma discussão que os investigadores e profissionais de gestão têm mantido, sem terem chegado a um consenso (Raheja, 2005). Deste modo, uma questão de interesse para investigação é saber se Conselhos dependentes serão monitores menos eficazes e com menor desempenho da empresa (Hillman & Dalziel, 2003).

Esta discussão e interesse na investigação de independência do Conselho advém também pelo facto, de existirem evidências favoráveis, neutras e desfavoráveis. Um

primeiro grupo de investigadores sugerem que não há evidência que sistematicamente a composição do Conselho tenha influência na performance financeira da empresa (Bhagat & Black, 2002; Coles et al., 2001; Dalton et al., 1998; Hermalin & Weisbach, 2003; Kaufman & Englander, 2005; Walsh & Seward, 1990).

Um segundo grupo relata relações muito modestas, caso existam, entre composição dos Conselhos e alguns aspetos do desempenho financeiro (Rhoades, Rechner, & Sundaramurthy, 2000; Wagner et al., 1998). Também Daily and Johnson (1997), Mallette and Fowler (1992) e Molz (1988) não encontraram relação significativa entre a proporção de administradores internos e a performance financeira da empresa. Baysinger and Butler (1985) e Hermalin and Weisbach (1991) não encontraram associação significativa entre a percentagem de administradores externos do conselho e desempenho empresarial, medido no mesmo ano da investigação.

O terceiro grupo de investigadores encontraram evidências positivas entre a proporção de administradores internos e determinados indicadores de performance financeira da empresa (Bhagat & Black, 1999; Cochran et al., 1985; Kesner, 1987). Outro conjunto de investigadores encontrou relação positiva entre a proporção de administradores externos e performance financeira da empresa (Hill & Snell, 1989; Schellenger, Wood, & Tashakori, 1989; Pearce & Zahra, 1992;). Rosenstein and Wyatt (1990), também encontraram relação positiva entre a proporção de administradores externos e o preço de mercado das acções. Os Conselhos dominados por administradores internos podem ser controladores menos eficazes, mas mais eficazes na função serviço dando informações e conselhos, por exemplo.

No entanto, face à forte pressão, em geral, para o reforço dos administradores externos nos Conselhos, apresenta-se a seguinte hipótese:

H12. O número de administradores executivos no Conselho tem uma relação negativa e significativa com a performance de empresa.

A independência do Conselho acontece, quando a maioria dos administradores são não executivos e independentes. Os administradores, em especial os executivos, podem identificar-se mais com os objetivos dos seus colegas da gestão de topo, com quem contactam regularmente, do que com os objetivos dos acionistas (Manning, 1984). Por isso Dalton et al. (1998) e Kassinis and Vafeas (2002) destacaram a importância de independência do conselho como uma medida da sua eficácia. Adams, Mansi and Nishikawa (2010), obtiveram resultados que sugerem, que os fundos de investimento, cujos administradores são exclusivamente independentes, têm um melhor desempenho. Baysinger and Butler (1985) examinaram a relação entre a composição do Conselho e desempenho financeiro e sugerem que empresas com Conselhos mais independentes têm desempenho superior. Também Rosenstein and Wyatt (1990) sugerem que uma alta proporção de administradores independentes está positivamente associada com resultados acima da média. Prabowo and Simpson (2011), também afirmaram que existe uma relação positiva entre a proporção de administradores independentes e desempenho da empresa.

No entanto Yammeesri and Herath (2010) argumentam que administradores independentes podem não ter informação adequada e conhecimentos sobre a empresa, bem como tempo suficiente na empresa para maximizar a sua capacidade. Vafeas and Theodorou (1998) sugerem que a relação entre administradores não executivos (administradores independentes e administradores *grey*) e valor da empresa não é significativo. No entanto os Conselhos dominados por administradores *grey* ou afiliados, podem ser controladores menos eficazes, mas mais eficazes na função serviço dando informações e conselhos, por exemplo. Também Ivashkovskaya and Stepanova (2011) e Dulewicz and Herbert (2004) afirmaram que não existe relação significativa entre o número de administradores independentes e desempenho empresarial. De qualquer forma o administrador independente, como administrador externo, enquadra-se e deve encaixar nos desígnios deste grupo.

Dadas as diferentes conclusões dos investigadores, considera-se, para o Conselho, a seguinte hipótese:

H13. O número de administradores externos está positiva e significativamente associado com a performance de empresa.

3.1.3.2. Liderança

A liderança do Conselho pode passar por duas opções. A primeira, o PCA pode desempenhar em simultâneo a função de *CEO*, neste caso, diz-se que existe dualidade (*CEO-dual*) (Boyd, 1995); ou liderança unitária (Brickley et al., 1997). A segunda, o *CEO* e a presidência do Conselho, são desempenhados, separadamente, por dois indivíduos (Davidson, Jiraporn, Kim, & Nemec, 2004; Finkelstein & D'Aveni, 1994) e está-se a falar de liderança dual. Dada a possível confusão entre *CEO-dual* e liderança dual, no estudo utilizo a terminologia, liderança unitária, para a primeira opção.

Uma das questões mais debatidas de *corporate governance* é se o *CEO* deve, simultaneamente, exercer o cargo de presidente do conselho de administração (Faleye, 2007). Por isso uma impressionante parte de literatura, revisões narrativas, e meta-análises são dedicadas à questão da estrutura de liderança do Conselho, porque se considera que, do ponto de vista conceptual/teórico, existe uma relação entre liderança do Conselho e performance da empresa (Dalton et al., 2007). No entanto, os resultados empíricos obtidos, sobre essa relação, são ambíguos.

Assim, alguns investigadores advogam firmemente que os cargos de *CEO* e presidente do conselho de administração não devem ser misturados (Coombes & Wong, 2004; Monks & Minow, 2008; OECD, 2004). Também Fama and Jensen (1983a, 1983b) e Mizruchi (1983) são favoráveis à separação dos cargos, para não comprometer

a função controlo do CA. Sem essa separação de cargos, o Conselho pode ficar constringido quando fizer a avaliação das práticas, das políticas do *CEO* e da gestão de topo (Dalton et al., 2007; Jensen, 1993). Os defensores da teoria de agência são favoráveis à estrutura dual, porque preveem que a gestão de topo, das empresas com uma estrutura de liderança unitária, pode ter um comportamento oportunista (Dalton et al., 2007) e portanto menos eficaz. Acrescentam estes defensores, que com uma liderança unitária, o conselho de administração é menos independente da gestão de topo, porque a pessoa responsável pelo órgão de controlo da gestão de topo, o presidente do Conselho, é por sua vez, também o principal responsável da gestão de topo, o *CEO* (García-Sánchez, 2010), ou seja, quem controla é a mesma pessoa que executa. No entanto, Finkelstein and D'Aveni (1994) referem que existem vários estudos, onde não foi encontrada relação entre desempenho e liderança dual. Mas os grandes acionistas preferem a liderança dual, porque isso resulta, num razoável maior lucro esperado, para a empresa (Graziano & Luporini, 2005) e concomitantemente para o acionista. Portanto os apologistas da teoria de agência defendem uma liderança dual, pois assim o Conselho é mais eficaz e a performance da empresa aumenta (Jensen, 1993; Shleifer & Vishny, 1997). E portanto, sugerem uma relação negativa entre liderança unitária e desempenho da empresa (Rechner & Dalton, 1989). Esta é também a convicção de fundos de pensão e de grupos de acionistas ativos (Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, 1992; Dobrzynski, 1991). Nesta linha, investigadores demonstraram que as empresas que optaram por uma liderança dual, obtiveram uma forma consistente melhor performance do que as que optaram por uma liderança unitária (Rechner & Dalton, 1991). Kesner and Johnson (1990) são igualmente defensores desta estrutura dual.

Outros investigadores, defensores da *stewardship theory*, referem que a empresa deve ter uma liderança unitária, porque isso permite centralizar a autoridade, ter uma liderança inequívoca, ter um responsável pelos resultados obtidos e isso pode aumentar o desempenho da empresa (Finkelstein & D'Aveni, 1994; Donaldson, 1990). Donaldson and Davis (1994) argumentaram, que no âmbito da *stewardship theory* “The executive manager, under this theory, far from being an opportunistic shirker, essentially wants to

do a good job, to be a good steward of the corporate assets.” (p.51). E adiantam, os autores, “that fusion of the incumbency of the roles of chair and CEO will enhance effectiveness and produce, as a result, superior returns to shareholders than separation of the roles of chair and CEO.” (p. 52). Também Boyd (1995) concluiu que uma estrutura unitária facilita a ação eficaz por parte do *CEO* e, conseqüentemente melhora a performance da empresa, em determinadas circunstâncias. Por seu lado Worrell, Nemeç, and Davidson (1997) concluíram que esta liderança unitária de comando da empresa, está positivamente relacionada com o retorno dos acionistas. Uma liderança unitária permite melhorar o fluxo de informações para o Conselho e permite que este possa tomar decisões mais rapidamente, principalmente em situações emergentes. No entanto Rechner and Dalton (1991) concluíram que a liderança unitária está negativamente associada ao desempenho da empresa. Harrison, Torres and Kukalis (1988) sugeriram que, quando as empresas apresentam um baixo desempenho, e a liderança é unitária, é mais fácil substituir esta liderança. Curiosamente, a liderança unitária é a preferida por cerca de 80% das grandes empresas dos EUA (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010). No âmbito deste paradigma, a liderança unitária pode trazer algumas vantagens e um grande conhecimento operacional por parte do líder e isso deverá influenciar positivamente o desempenho da empresa (Finkelstein & D'Aveni, 1994). Também Coles et al., (2001) encontraram uma relação positiva entre liderança unitária e performance de empresa.

Um outro grupo de investigadores concluíram que não há nenhuma evidência substantiva, sistemática e relação de causalidade, entre liderança do Conselho e desempenho financeiro da empresa (Baliga, Moyer, & Rao, 1996; Brickley et al, 1997; Coles et al, 2001; Dalton et al., 1998; Faleye, 2007; Kang & Zardhoohi, 2005). Apesar desta falta de evidência de relação inequívoca e sistemática, deve-se realçar que em nenhuma parte de literatura, é rejeitada a base conceptual / teórica de existência de tal relacionamento (Dalton et al., 2007), portanto à que continuar a investigar e efetuar pesquisas mais robustas.

No que respeita à experiência executiva anterior na empresa, do PCA, ela favorece o conhecimento que este tem da empresa. Um conhecimento mais profundo da empresa, em termos funcionais, pode favorecer a objetividade e eficácia das decisões do PCA, e isso pode ter um impacto positivo na performance de empresa.

Face a estas posições, propõem-se as seguintes hipóteses:

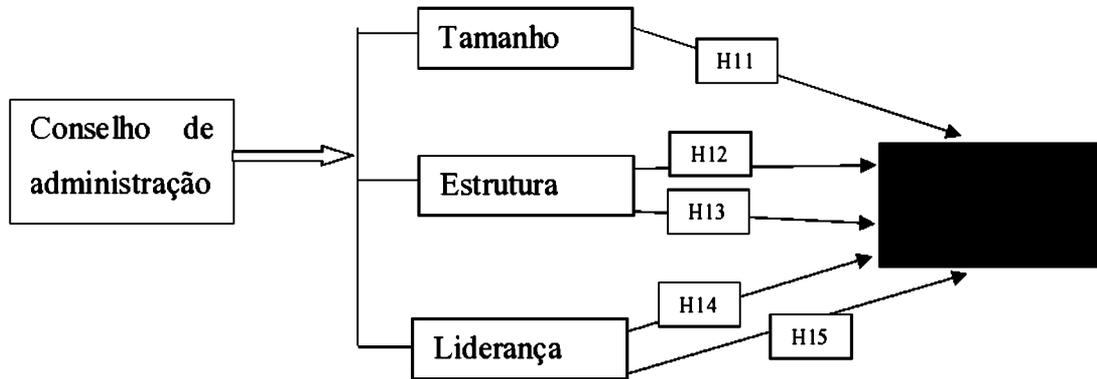
H14. A liderança unitária está associada positiva e significativamente à performance de empresa;

H15. A experiência executiva anterior na empresa, por parte do PCA, está associada positiva e significativamente à performance de empresa.

3.1.3.3. Modelo das características

As características do Conselho, isto é, tipo de liderança e composição (tipo de estrutura e tamanho), são um dos temas mais estudados na literatura de *corporate governance*. No entanto, conforme se pode depreender pelos argumentos apresentados, os resultados obtidos nos estudos empíricos não são uniformes, por isso torna-se necessário fazer mais investigação. Estas características do Conselho têm subjacentes as três principais teorias utilizadas nas pesquisas de *corporate governance* (Nicholson & Kiel, 2007) – teoria de agência, *resource dependence theory*, e *stewardship theory*. Neste contexto propõe-se o seguinte modelo:

Figura 3.3 – Modelo multi-teórico das características



Fonte: Elaboração própria

4. METODOLOGIA DA INVESTIGAÇÃO

Este é um estudo de carácter quantitativo, que tem por objetivo testar teorias e explorar relações entre variáveis (Creswell, 2009). Este capítulo descreve a metodologia de investigação adotada neste estudo. Assim, caracteriza-se a pesquisa e descreve-se a amostra e os procedimentos de coleta de dados. São, ainda descritas as medidas das variáveis de pesquisa, dada uma explicação sobre os principais instrumentos de pesquisa e uma descrição de como esses métodos foram administrados. Também são abordados os métodos estatísticos empregues na validação dos modelos teóricos.

4.1. CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

Uma investigação depende das suposições filosóficas básicas que os investigadores levam para o estudo, dos tipos de estratégia de pesquisa utilizados em toda a pesquisa e dos métodos específicos empregues na condução destas estratégias (Creswell, 2009).

Em relação às suposições ou concepções filosóficas, apesar delas permanecerem, em grande parte, ocultas na investigação (Slife & Williams, 1995), influenciam-na e precisam ser identificadas. Essas concepções são um conjunto de crenças básicas que guiam a ação (Guba, 1990), também designadas paradigmas por Mertens (2010) ou epistemologias (Crotty, 1998).

A concepção adotada nesta tese é a pós-positivista; que representa o pensamento posterior ao positivismo e desafia a noção tradicional da verdade absoluta do conhecimento (Philips & Burbules, 2000); também reconhece que não podemos ser positivos sobre as nossas declarações de conhecimento quando estudamos o

comportamento e as ações dos seres humanos (Creswell, 2009). Adianta Creswell, que esta concepção assenta numa filosofia determinística, na qual as causas provavelmente determinam os efeitos ou os resultados. É também reducionista, acrescenta o autor, pois a intenção é reduzir as ideias a um conjunto pequeno e distinto a serem testadas, como as variáveis que compreendem as hipóteses e as questões de pesquisa. O conhecimento nesta concepção resulta assim da observação e mensuração atenta da realidade objetiva do mundo, pois há leis e teorias que nos governam que precisam ser testadas ou verificadas e refinadas para que possamos compreender o mundo.

Nos capítulos 2 e 3 apresentou-se o suporte teórico que associa as funções e características do conselho de administração com a performance de empresa. Com base nas teorias, utilizou-se uma estratégia quantitativa de levantamento de campo, para analisar o modelo complexo, com muitas variáveis, das funções do CA e a performance de empresa, através da análise de equações estruturais (SEM), que incorporam caminhos causais e a identificação da força coletiva das múltiplas variáveis. Relativamente às características do Conselho e performance de empresa foi feita utilizada uma análise multivariada de variância (MANOVA).

Esta pesquisa de levantamento proporciona uma descrição quantitativa de tendências das empresas portuguesas, pelo estudo duma amostra. Este estudo foi transversal, com utilização de questionários para a coleta de dados, com intenção de generalizar (Babbie, 1990). Tal como sugerido por Dess and Robinson (1984), complementarmente a estes dados primários obtidos, recorreu-se a dados objetivos secundários das empresas alvo.

4.2. AMOSTRA E PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

O universo deste estudo são as empresas portuguesas, constituídas como sociedades anónimas. Em Portugal as sociedades comerciais, podem assumir diferentes tipos, nomeadamente “tipo de sociedade em nome coletivo, de sociedade por quotas, de sociedade anónima, de sociedade em comandita simples ou de sociedade em comandita por ações.” (CSC, artigo 1º, 2014). Dado o objeto deste estudo – o conselho de administração, e atendendo que apenas as sociedades anónimas têm CA (CSC, artigo 390º, 2014), daí o estudo ter o seu enfoque apenas nestas empresas. Em 2011, das sociedades portuguesas com obrigação de prestação de contas, 6,8% eram sociedades anónimas (Informa D&B, 2013). A estrutura empresarial em Portugal é bastante atomizada. Apenas 0,3% das empresas portuguesas, isto é 931, com obrigatoriedade de apresentação de contas, são grandes empresas, mas estas representavam 45% do volume de negócios total nacional, isto é 132.350.830.000 Euros (Informa D&B, 2013). Das maiores 1000 empresas não financeiras em Portugal, em 2011, 73% eram sociedades anónimas (DE, 2012). Portanto, as empresas com natureza jurídica de sociedade anónima, para além de serem as maiores em Portugal, são também as mais complexas.

Neste contexto, o alvo deste estudo são as 1000 maiores sociedades anónimas não financeiras (INE, 2011a) e as 100 maiores sociedades anónimas financeiras (INE, 2011b), em termos de volume de negócios. Nos estudos sobre *corporate governance*, quase sempre, o alvo de estudo são as empresas cotadas em mercados regulamentados. No entanto as empresas não cotadas são a esmagadora maioria na Europa, representando mais de 75% do Produto Interno Bruto, são as principais empregadoras e são as responsáveis por grande parte do crescimento económico europeu (EcoDa, 2010). Em Portugal a situação ainda é mais esmagadora. Em 2011 as empresas cotadas eram cerca de 50, isto é 0,1% (uma em cada dez mil) do total de empresas com obrigatoriedade de apresentação de contas. Assim, por serem as empresas não cotadas, as que mais contribuem para a riqueza criada, considerou-se que estas também fariam parte da

amostra do estudo. Este estudo é inédito em Portugal, e também muito pouco concretizado noutros países.

Foi realizado um pré-teste com empresas, dos três grandes setores de atividade económica do universo – indústria, serviços e serviços financeiros. Após as correções sugeridas, foram enviados 1100 questionários (conforme modelo apresentado em Anexo). Os questionários foram enviados para os *CEO*, convidando-os a participar no estudo, realçando-se a importância de conhecer a realidade portuguesa e a importância do *CG* nas empresas neste século XXI. Os *CEO* são quem melhor conhecem as suas empresas. Para além desta condição, escolheu-se o *CEO*, pois é o responsável pelo órgão executivo da empresa (gestão de topo) e o objeto deste estudo é o *CA* (órgão não executivo). Os questionários foram enviados através da Internet, em Setembro de 2011, conforme expresso, atrás, no plano de investigação, utilizando a plataforma *LimeService*, com uma carta convite, na qual se referia, que caso as empresas colaborassem respondendo ao inquérito, ser-lhe-iam facultadas as conclusões do estudo. Em Outubro de 2011 foi enviado um lembrete, recordando as facilidades nas respostas ao questionário e as potencialidades da plataforma eletrónica. No período que se seguiu, as empresas foram contactadas, para aferir das dificuldades ou dúvidas que os *CEOs* tinham, apesar dos meus contactos terem sido fornecidos na carta convite inicial de Setembro, caso quisessem tomar a iniciativa. Em Novembro de 2011 foi enviado novo lembrete. Três meses após o envio do inquérito, ainda tinham sido recebidos poucos e por isso este continuou ativo, na plataforma. Em Janeiro de 2012 foi enviado novo lembrete e feitos novos telefonemas para as empresas que ainda não tinham respondido. Dos contactos telefónicos feitos, foi possível perceber que as principais razões para a não resposta, passavam pela falta de tempo do respondente e alguma apreensão em fornecer dados sobre a empresa. Apesar das diversas insistências pelos diferentes meios de comunicação, e da dificuldade em obter mais respostas, em Março de 2012 o questionário foi desativado da plataforma, encerrando-se a recolha direta de dados.

Responderam 116 empresas, cerca de 10,5%. Esta reduzida participação das empresas, confirma a dificuldade sentida pela academia, em obter dados primários

(Leblanc & Schwartz, 2007). Destas empresas, 20 tinham uma estrutura organizacional monista, apenas com um conselho de administração executivo e 6 foram consideradas *outliers* severos. Portanto a amostra do estudo são 90 empresas. Destas 90, 77% são grandes empresas e 23% são médias; segundo o critério da União Europeia (2003/361/CE). Os dados objetivos contabilísticos foram obtidos através de relatórios e contas das empresas, referentes a 2011.

4.3. DADOS E VARIÁVEIS

A caracterização dos respondentes é apresentada no Quadro 4.1. Praticamente 2/3 dos respondentes são *CEO* das empresas, enquanto 10% são Presidentes do Conselho de Administração e 10% são Administradores Executivos. Relativamente aos *CEOs*, que são a grande maioria dos respondentes, 66% exercem apenas funções executivas, isto é não são duais. A média etária dos *CEOs* é cerca de 53 anos, com uma permanência média nas empresas de 15 anos, dos quais, cerca de metade, com estas funções executivas.

Quadro 4.1 – Caracterização dos respondentes e do CEO

Respondente	%
<i>CEO</i>	64
Administrador Executivo	7
Presidente Conselho de Administração	10
Outros responsáveis da empresa	19
Características do <i>CEO</i>	Número

Liderança unitária	31
Média de anos de permanência no cargo	7,7
Média de anos de permanência na empresa	15
Idade média	52,6

Fonte: Elaboração própria

De acordo com os objetivos deste estudo ao nível de *corporate governance*, as variáveis mais importantes estão relacionadas com as 4 funções críticas do CA - estratégia, serviço, controlo e recurso; bem como com as características do conselho de administração e da performance da empresa.

4.3.1. FUNÇÕES DO CA

Conforme se pode constatar pelo Quadro 4.2 estamos em presença de múltiplas variáveis das empresas, todas relacionadas, que se têm de analisar simultaneamente, por isso vai-se utilizar análise estatística multivariada (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010). Acrescentam os autores, que a análise estatística multivariada é um conjunto cada vez maior de técnicas de análise de dados, que inclui a análise de fatores e análise de equações estruturais, entre outras.

Para medir as variáveis não observáveis (variáveis latentes), usou-se um número de itens ou perguntas, cujas respostas são avaliadas em uma escala de cinco pontos, tipo Likert, que pretende medir a frequência de intervenção do CA na empresa (de "nunca" a "sempre"). O principal objetivo deste estudo, nesta área, é saber qual/quais as funções

do Conselho que são determinantes para a performance da empresa. Portanto, esta última é a variável latente endógena e as quatro funções, atrás referidas, são as variáveis latentes exógenas. As variáveis explicativas endógenas (observáveis) são representadas pela rentabilidade da empresa. Por outro lado, as variáveis manifestas exógenas são as tarefas desempenhas pelo conselho de administração.

Uma grande parte da investigação em gestão nos últimos anos tem usado modelos de equações estruturais (SEM) como uma abordagem analítica que combina simultaneamente a análise fatorial e modelos de regressão linear para testar a teoria (Williams, Vandenberg, & Edwards, 2009). Assim, SEM tornou-se a técnica multivariada de destaque no campo das ciências sociais (McDonald & Ho, 2002). Este estudo utiliza um modelo de equações estruturais com variáveis latentes e, portanto, tem dois componentes: o modelo de medida e o modelo estrutural (Bollen, 1989). O primeiro é utilizado para medir as variáveis latentes e baseia-se num conjunto de variáveis ou indicadores observáveis. Este último estabelece um sistema de relações causais entre as variáveis latentes. O modelo estrutural é o modelo de trajetórias, que relaciona variáveis independente com variáveis dependentes (Hair et al., 2010). O modelo é reflexivo, baseia-se na ideia de que constructos latentes causam as variáveis manifestas e que os erros são uma incapacidade de explicar plenamente estas variáveis manifestas (Hair et al., 2010). O constructo é um termo conceptual que os investigadores definem para descrever um fenómeno real que é não observável, por natureza (Edwards & Bagozzi, 2000).

Análise Fatorial Exploratória (EFA) e Análise Fatorial Confirmatória (CFA) serão utilizadas para validar o modelo de medida (Garcia, Barros, & Silvestre, 2011), e a equação do modelo estrutural é a seguinte:

$$\eta = \gamma_{11} \xi_1 + \gamma_{12} \xi_2 + \gamma_{13} \xi_3 + \gamma_{14} \xi_4 + \zeta \quad (1)$$

onde η = performance organizacional é a variável latente endógena; ξ_1 = função estratégia, ξ_2 = função serviço, ξ_3 = função controlo e ξ_4 = função recurso são as variáveis latentes exógenas e ζ é o termo erro da equação.

O interesse principal diz respeito à inferência sobre os parâmetros da equação acima (γ_{1k} , com $k = 1,2,3,4$).

No que diz respeito ao modelo de medição, cada uma das variáveis latentes (endógena e exógena) é medido com um conjunto de variáveis ou indicadores observáveis. As variáveis latentes e seus indicadores são apresentados no Quadro 4.2.

A equação que relaciona a variável latente endógena η e seus indicadores tem a seguinte forma:

$$y_h = \lambda^y_h \eta + \varepsilon_h ; h=1,2,3 \quad (2)$$

onde o y_h representam os indicadores utilizados para medir η , λ^y_h são os coeficientes de regressão (*loadings*), ε_h é o termo de erro e h representa o número de indicadores de η .

A equação para a variável exógena latente ξ_k , com $k = 1,2,3,4$ é escrita de forma semelhante como se apresenta a seguir:

$$x_l = \lambda^x_{lk} \xi_k + \delta_l ; l= 1,2 \dots n_l \quad (3)$$

onde os x_l representam os indicadores para medir a variável exógena latente ξ_k , λ^x_{lk} são os coeficientes de regressão (*loadings*), δ_l é o termo de erro e n_l é o número de indicadores de ξ_k .

Para a estimação do modelo das funções, usou-se o método da máxima verosimilhança (ML), que é o mais utilizado em análise de equações estruturais, no programa de *software* STATA (versão 12.0). Este método pode ser utilizado para estimar este modelo com variáveis ordinais (Bollen, 1989; Rhemtulla, Brosseau-Liard, & Savalei, 2012) que é o tipo de dados que se recolheu. Adiantam estes autores, que os resultados obtidos a partir da aplicação de métodos concebidos para dados ordinais podem ser semelhantes aos derivados de métodos para distribuição de dados contínuos e normais, especialmente se os limites (*thresholds*) não são extremamente assimétricos.

Assim, tendo em conta este facto, aplicou-se o método de máxima verosimilhança (ML).

Quadro 4.2 – Os fatores e seus indicadores

Fatores	Variáveis	Descrição	Categorias de resposta
Performance	P1	Rentabilidade do capital próprio (ROE)	Resultado Líquido/Capital Próprio
	P2	Rentabilidade do ativo (ROA)	Resultado Líquido/Ativo
	P3	Rentabilidade das vendas (ROS)	Resultado Líquido/Volume Negócios
Estratégia	E1	Aprova a visão estratégica	1-Nunca
	Aprova a missão	Aprova a missão	2-Poucas vezes
			3-Algumas vezes
	E2	Aprova os objetivos de médio/longo prazo	4-Muitas vezes
	E3	Aprova as estratégias	5-Sempre
	E4	Aprova a estrutura organizacional	
E5	Aprova os orçamentos operacional e de investimento		
Serviço	S1	Participa na definição da missão	1-Nunca
	S2	Participa na definição dos objetivos de médio/longo prazo	2-Poucas vezes
			3-Algumas vezes
S3	Participa na escolha das estratégias	4-Muitas vezes	
			5-Sempre

Controlo	C1	Analisa a performance da empresa e execução da estratégia	1-Nunca
	C2	Analisa o relatório e contas	2-Poucas vezes
	C3	Fiscaliza sistemas de gestão de riscos, controlo interno e auditoria interna	3-Algumas vezes
	Analisa o Conselho	Analisa a performance do Conselho e dos seus administradores	4-Muitas vezes
			5-Sempre
Recurso	R1	Contribui como canal de comunicação e informação	1-Nunca
	R2	Contribui para a obtenção de recursos críticos	2-Poucas vezes
	R3	Contribui para a representação externa e <i>lobby</i>	3-Algumas vezes
			4-Muitas vezes
			5-Sempre

Fonte: Elaboração própria

4.3.2. CARACTERÍSTICAS DO CA

Relativamente às características do Conselho, estamos em presença de múltiplas variáveis dependentes para as quais se pretende saber qual o impacto de cada uma das variáveis independentes. Neste contexto, vai-se usar o método MANOVA (*Multivariate analysis of variance*), isto é, vai-se utilizar análise estatística multivariada, pois este método é que otimiza a combinação das várias medidas das variáveis dependentes em um único valor, que por sua vez maximiza as diferenças entre grupos (Hair et al., 2010). O conceito de análise multivariada de variância (MANOVA) foi introduzida há mais de 80 anos atrás por Wilks (Wilks, 1932), mas dado que é uma extensão da Anova (análise de variância) só mais recentemente tem tido maior utilização. Por conseguinte com este

método é possível avaliar o impacto das diversas variáveis independentes, não só sobre as variáveis dependentes individualmente, mas também sobre as variáveis dependentes coletivamente. O Quadro 4.3 identifica as variáveis em análise para cada característica do CA.

Quadro 4.3 – Variáveis dependentes e independentes

Performance/ Características CA	Variáveis	Descrição	Categorias de resposta
Performance	ROE	Rentabilidade do capital próprio	Resultado Líquido/Capital Próprio
	ROA	Rentabilidade do ativo	Resultado Líquido/Ativo
	ROS	Rentabilidade das vendas	Resultado Líquido/Volume Negócios
Dualidade/ experiência executiva	Liderança unitária	O <i>CEO</i> e o Presidente do CA são a mesma pessoa	0-Não 1-Sim
	Experiência executiva	O PCA tem experiência executiva anterior na empresa	
Estrutura	Internos	Número de administradores internos do Conselho	Número de membros
	Externos	Número de administradores externos do Conselho	
Tamanho	Dimensão	Número de membros do CA	Número de membros

Fonte: Elaboração própria

As variáveis dependentes representam a dimensão rentabilidade da performance organizacional. As variáveis independentes são categóricas e contínuas.

Portanto, para medir se as cinco variáveis independentes têm algum impacto na rentabilidade da empresa, vai-se utilizar uma técnica multivariada dependente, a MANOVA.

5. RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos através dos métodos de análise multivariada, para o modelo das funções e para o modelo das características.

5.1. RESULTADOS DO MODELO DAS FUNÇÕES

O Quadro 5.1 apresenta o resumo da estatística descritiva.

Quadro 5.1 – Estatística descritiva

Variável	Nº observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
P1	90	0,0785	0,2243	-0,7649	0,5931
P2	90	0,0351	0,0750	-0,2287	0,2810
P3	90	0,0505	0,0909	-0,1460	0,3330
E1	90	4,5	0,9628	1	5
Aprova a missão	90	3,7778	1,3305	1	5
E2	90	4,5111	0,9391	1	5
E3	90	4,4889	0,9025	1	5
E4	90	4,2889	1,1041	1	5

LA EFECTIVIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO

E5	90	4,4556	1,0511	1	5
S1	90	3,8444	1,1795	1	5
S2	90	4,2222	1,1590	1	5
S3	90	4,1333	1,1138	1	5
C1	90	4,4889	0,8899	1	5
C2	90	4,3667	1,0217	1	5
C3	90	4,0333	1,1558	1	5
Análise do Conselho	90	3,8	1,3508	1	5
R1	90	3,5	1,1041	1	5
R2	90	3,6667	1,2270	1	5
R3	90	3,6444	1,1738	1	5

Fonte: Elaboração própria

Pode-se concluir que a função, em termos médios, mais desempenhada pelo CA é a estratégia, em seguida o controlo, depois o serviço e por fim o recurso. Em termos de tarefas, a nível médio, a mais executada pelo Conselho é a aprovação dos objetivos de médio/longo prazo da empresa, seguida pela aprovação da visão estratégica e pela aprovação das estratégias *corporate* da empresa, enquanto a menos executada é a sua contribuição como canal de comunicação e difusão de informação com o meio ambiente externo da empresa. De salientar, que a maior rentabilidade média das empresas é a rentabilidade do capital próprio (7,9%), em seguida a rentabilidade das vendas (5,1%) e o mais baixo dos três indicadores de performance é a rentabilidade do ativo (3,5%).

Da análise às variáveis para verificação dos pressupostos de análise multivariada, obtiveram-se os seguintes resultados. A dimensão da amostra, apesar de pequena (Hu & Bentler, 1999), está dentro dos limites aceitáveis, pois o rácio n° de

observações/variáveis é superior a 5 (Hill & Hill, 2006). A assimetria univariada (sk), o achatamento univariado (Ku) e a curtose multivariada foram calculados para avaliar a normalidade das variáveis. Nenhuma variável apresentou valores de sk e ku indicadores de violações severas à distribuição Normal, isto é $|sk|>3$ e $|ku|>10$ (Kline, 2011).

A multicolineariedade das variáveis foi avaliada com a estatística *VIF* (*variance inflation factor*). A lógica deste teste baseia-se na ideia de que quando uma variável não é ortogonal às outras variáveis a variância do respectivo parâmetro fica inflacionada. Uma regra para a não existência de multicolinearidade é que nenhuma variável apresente um *VIF* superior a 10 (Chen, X., Ender, P., Mitchell, M. and Wells, C., 2003). No estudo nenhuma variável apresentou valores superiores a esta referência.

Em termos de linearidade entre as variáveis apresenta-se no Quadro 5.2 as correlações. Dois terços das relações entre variáveis são significativos a menos de 0,05. Este nível de relações representa uma base adequada para uma análise empírica (Hair et al., 2010). Acrescentam estes autores que para avaliar a fatorabilidade do conjunto total e individual das variáveis, pode-se usar a medida de adequação da amostra (*MSA*). Neste estudo a *MSA* geral é de 0,82, portanto de bom nível, enquanto para as variáveis individualmente, o valor mínimo é 0,54. Segundo Hair et al. estes níveis estão dentro de limites aceitáveis.

Antes da estimação do modelo das funções, é preciso validar as escalas utilizadas para medir as variáveis latentes. Análise Fatorial Exploratória (EFA) é usada para obter os coeficientes de regressão (pesos fatoriais) relacionando as variáveis latentes (fatores) e seus indicadores. A EFA foi criada por Charles Spearman (1904) com o objetivo de demonstrar a existência de um fator latente, de inteligência geral, capaz de explicar a performance de uma criança num conjunto de testes de avaliação (Marôco, 2010). Portanto a análise fatorial é uma técnica de interdependência, cujo objetivo principal é definir a estrutura subjacente entre as variáveis em análise (Hair et al., 2010).

Os pesos fatoriais são apresentados no Quadro 5.3 e foram obtidos utilizando o método de rotação Varimax com Normalização *Kaiser*. O critério de Kaiser

(*eigenvalues* > 1) é um bom critério para decidir sobre os fatores comuns a selecionar e extrair (Timmerman & Lorenzo-Seva, 2011), e é também a técnica mais utilizada (Hair et al., 2010). Os valores encontrados para estes pesos permitem concluir que os indicadores considerados para cada variável latente são adequados para a sua medição, uma vez que cada um deles só tem um peso relativamente alto em cada fator (indicado em negrito), com exceção das variáveis “Aprova a missão” e “Analisa o Conselho” que têm pesos fatoriais cruzados. Atendendo à pequena dimensão da amostra, para se obter um poder de significância estatística de 80% (*power*), com um nível de significância 0,05 (α) só os pesos superiores a 0,6 são considerados significativos (Cohen, 1988). Por esta razão as duas variáveis com pesos fatoriais abaixo deste limiar e que também têm pesos cruzados, são eliminadas da CFA.

LA EFECTIVIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Quadro 5.2 – Correlações entre indicadores

Veríavel	P1	P2	P3	n1	Aprova o negócio	n2	n3	n4	n5	n1	n2	n3	c1	c2	c3	Analisa o Conselho	n1	n2	n3	
P1	1,0000																			
P2	0,0924*	1,0000																		
P3	0,5953*	0,5422*	1,0000																	
n1	0,3953*	0,3576*	0,2790*	1,0000																
Aprova o negócio	-0,0529	-0,0203	0,0030	0,2719*	1,000															
n2	0,4131***	0,3732***	0,2738**	0,0575***	0,3257**	1,0000														
n3	0,3793***	0,3571	0,3098***	0,0793**	0,3535	0,0950***	1,000													
n4	0,3382**	0,3282**	0,1903	0,6976***	0,3804***	0,7121***	0,6573***	1,000												
n5	0,3542***	0,3226**	0,2811**	0,0272***	0,3705***	0,0543***	0,0405***	0,6890***	1,0000											
n1	-0,3855***	-0,4292***	-0,1796	0,0792	0,4646***	0,0624	0,0511	0,1471	0,0850	1,0000										
n2	-0,3749***	-0,4428***	-0,2129*	-0,0604	0,1708	0,0700	0,0239	0,1073	0,0266	0,7077***	1,0000									
n3	-0,2752**	-0,3041**	-0,0729	0,1467	0,2022	0,1275	0,2027	0,1419	0,1203	0,5291***	0,7063***	1,0000								
c1	0,5436***	0,4487***	0,3487***	0,5376***	0,2826**	0,6522***	0,5105***	0,5522***	0,5280***	0,0733	0,0351	0,0128	1,0000							
c2	0,3909***	0,3458***	0,3030**	0,4969***	0,3003**	0,6105***	0,5102***	0,5027***	0,5019***	0,1597	0,1202	0,0750	0,8387***	1,0000						
c3	0,3467***	0,3272**	0,3219**	0,3281**	0,2679*	0,4292***	0,3397**	0,3622***	0,3758***	0,1604	0,0699	0,0489	0,6940***	0,7088***	1,000					
Analisa o Conselho	-0,2290*	-0,1370	0,0136	0,1037***	0,3876	0,1612	0,1456	0,1522	0,1519	0,3681***	0,3014**	0,2718**	0,1290	0,2654*	0,4001***	1,0000				
n1	0,2334*	0,2571*	0,1162	0,1533	0,3671***	0,1842	0,1691	0,2765**	0,1888	0,2071	0,1317	0,1005	0,2516*	0,3636***	0,3566***	0,3315**	1,0000			
n2	0,2922**	0,3309**	0,0944	0,2378*	0,4428***	0,2860**	0,3010**	0,3041**	0,2759**	0,1190	0,1001	0,1809	0,3979***	0,4302***	0,3961***	0,2576*	0,6718***	1,0000		
n3	0,2729**	0,2699*	0,0627	0,3082**	0,3373**	0,3604***	0,2720**	0,3576***	0,2876**	0,2193*	0,1991	0,0796	0,4157***	0,4847***	0,4229***	0,3869***	0,7456***	0,7203***	1,000	

***Correlações significativas ao nível 0,001 de significância; **Correlações significativas ao nível 0,01 de significância; *Correlações significativas ao nível 0,05 de significância. (two-tailed)

Fonte: Elaboração própria

Quadro 5.3 – Pesos fatoriais

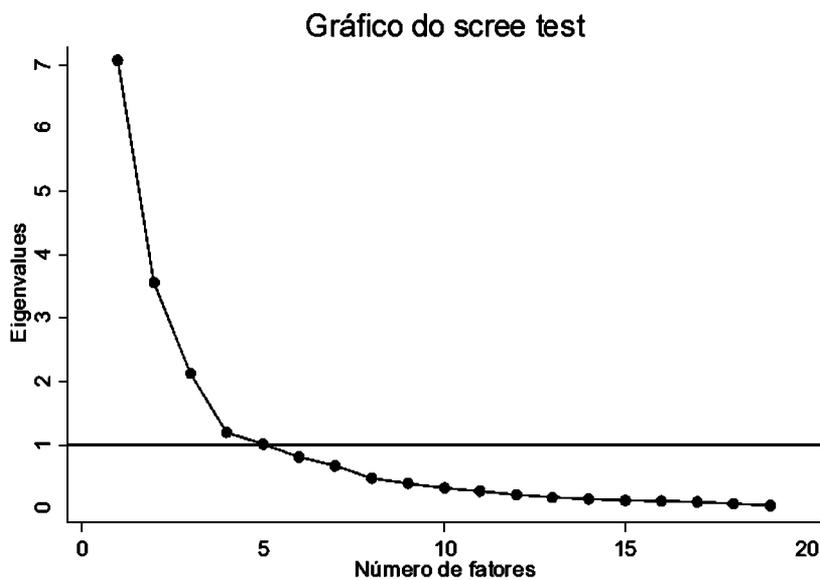
Variável	Fatores				
	1	2	3	4	5
P1	0.2976	0.1980	0.2136	0.2882	0.7968
P2	0.2740	0.2641	0.1728	0.7295	0.7295
P3	0.1737	0.0307	0.3325	0.0342	0.6447
E1	0.9086	0.0666	0.1271	0.0665	0.1459
Aprovar missão	0.3870	0.4640	0.1845	0.0672	0.4394
E2	0.8979	0.0958	0.2648	0.0344	0.1147
E3	0.9174	0.0941	0.1273	0.0577	0.1238
E4	0.7669	0.2137	0.1854	0.0606	0.0505
E5	0.9002	0.1024	0.1714	0.0049	0.0497
S1	0.0624	0.1695	0.1889	0.6716	0.4418
S2	0.0133	0.0819	0.0650	0.9229	0.2003
S3	0.1366	0.0637	0.0486	0.9098	0.0506
C1	0.4604	0.1602	0.7023	0.0019	0.2632
C2	0.3958	0.2292	0.7834	0.0625	0.1393
C3	0.1917	0.2282	0.8731	0.0232	0.0943
Analisar o	0.0491	0.3364	0.4442	0.1943	0.4485

Conselho					
R1	0.0494	0.8788	0.1420	0.0805	0.0803
R2	0.1716	0.8423	0.1518	0.0743	0.1286
R3	0.1795	0.8335	0.2435	0.0863	0.0516

Fonte: Elaboração própria

O critério de *scree test* vem confirmar que o número ótimo de fatores que podem ser extraídos é cinco (Figura 4.1).

Figura 4.1 – *Scree test*



Fonte: Elaboração própria

Os cinco fatores ou constructos extraídos correspondem às quatro funções do CA - estratégia, serviço, controlo e recurso, e o quinto à performance organizacional.

Os coeficientes de regressão (pesos fatoriais) e o *critical ratio (CR)* (Garcia et al., 2011) são apresentados no Quadro 5.4. Todos os coeficientes têm o sinal esperado, positivo, e têm um *CR* alto. Estes resultados indicam que todos os indicadores têm um nível de significância a menos de 0,001. Portanto, todas as variáveis latentes causam os respetivos indicadores.

Quadro 5.4 – Resultados das estimativas do modelo de medida

Variável causal	Variável efeito	Estimativa	<i>Critical ratio</i>
Performance	P1	1,00	-
Performance	P2	0,33	14,56
Performance	P3	0,26	6,77
Estratégia	E1	1,00	-
Estratégia	E2	1,01	16,71
Estratégia	E3	0,96	16,33
Estratégia	E4	0,93	9,31
Estratégia	E5	1,07	14,16
Serviço	S1	1,00	-
Serviço	S2	1,30	8,25
Serviço	S3	1,00	7,59

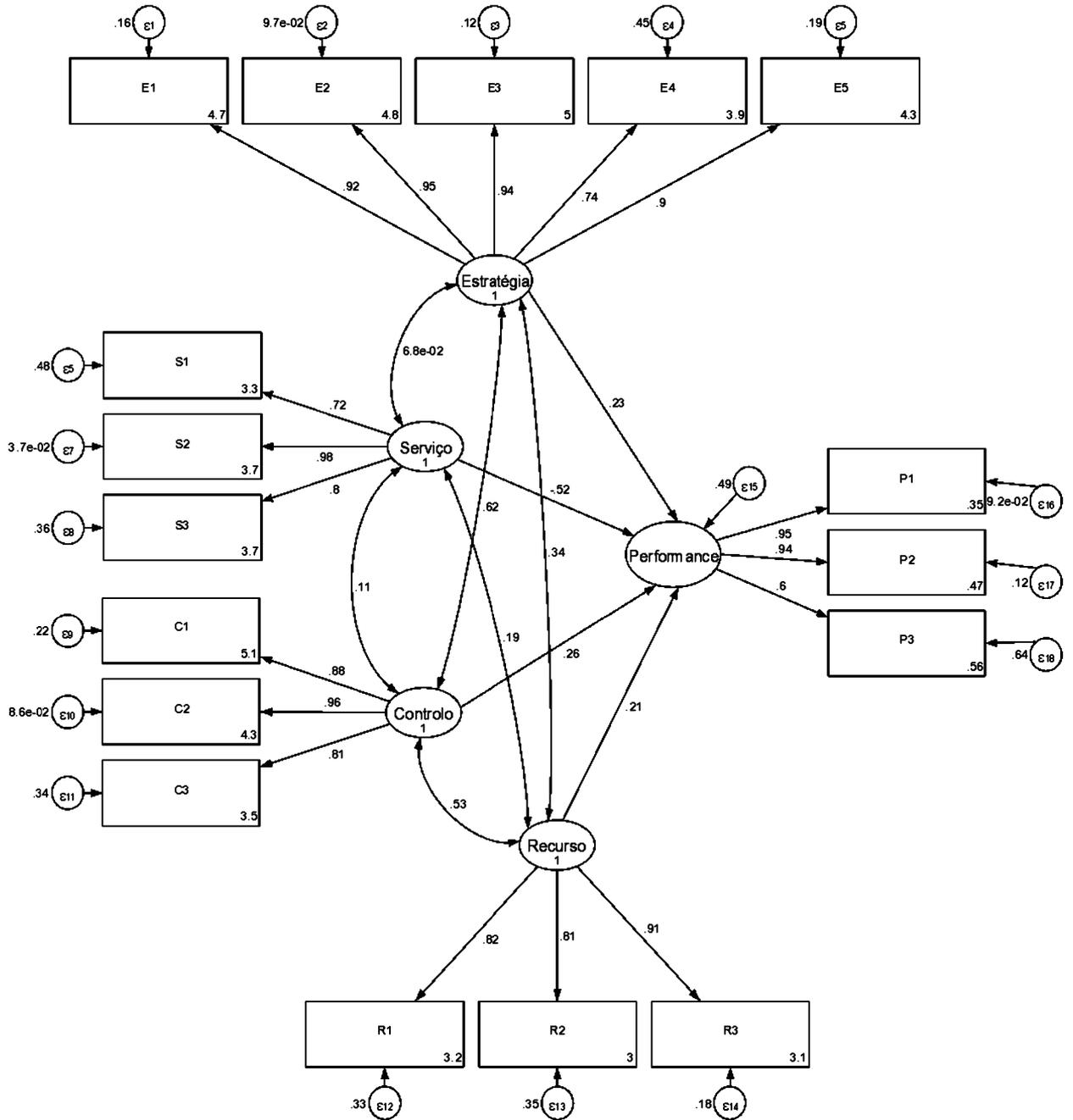
LA EFECTIVIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO

Controlo	C1	1,00	-
Controlo	C2	1,25	12,84
Controlo	C3	1,20	9,96
Recurso	R1	1,00	-
Recurso	R2	1,09	8,56
Recurso	R3	1,18	9,44

Fonte: Elaboração própria

Para a validação do modelo de medida, foi utilizada a Análise Fatorial Confirmatória (CFA). Para a estimação do modelo das funções, utilizou-se o método de máxima verossimilhança (ML) e os resultados standardizados são os apresentados na Figura 4.2.

Figura 4.2 – Estimativas do modelo das funções



Fonte: Elaboração própria

Estas estimativas permitem concluir que as quatro funções críticas – estratégia, serviço, controlo e recurso têm uma relação relevante com a performance de empresa, validando parcialmente as Hipóteses 1, 5, 8 e 10. A função controlo é a que maior impacto positivo tem na performance, seguida da estratégia e do recurso. Para além disto, também as relações entre as funções críticas são relevantes, validando parcialmente as Hipóteses 2, 3, 4, 6, 7 e 9. A relação mais relevante entre funções é a estabelecida entre estratégia e controlo. Quanto ao coeficiente de determinação (R^2) é de 0,51, o que quer dizer que, na atividade do Conselho, a maior parte da performance de empresa é explicada pelas quatro funções críticas.

A validação dos constructos é uma condição necessária para o desenvolvimento da teoria (Peter, 1981). Para a validação dos constructos concorrem a sua fiabilidade e validade. Seguidamente vai-se fazer a validação dos fatores ou constructos.

Na análise de fiabilidade, pretende-se saber se um instrumento mede de uma forma consistente e reprodutível, uma determinada característica ou fator de interesse (Marôco, 2010). Uma das medidas mais utilizadas, para medir a fiabilidade, ou consistência interna, é o α de Cronbach (Hair et al., 2010). Os constructos estratégia, serviço, controlo, recurso e performance têm um α de Cronbach de 0,95; 0,86; 0,9; 0,88 e 0,73, respetivamente. Assim, todos os constructos estão acima, do normalmente considerado limiar de 0,7 (Robinson, Shaver, & Wrightsman, 1991), e pode-se concluir que todas as variáveis são consistentes, e portanto são fiáveis a representar o respetivo constructo.

Para análise de validade, pretende-se avaliar se um conjunto de medidas representa com precisão o conceito em questão (Hair et al., 2010). As três formas mais amplamente

aceites de validade são: convergente, discriminante e nomológica (Peter, 1981; Schwab, 2005).

Acrescenta Peter (1981), que a validade convergente avalia o grau com que duas medidas do mesmo conceito estão correlacionadas. Todas as estimativas de pesos fatoriais são estatisticamente significativas, e todas superiores a 0,5, o que demonstra uma evidência inicial de validade convergente. A variância extraída média (AVE) é também uma boa medida para a validade convergente (Fornell & Larcker, 1981). No estudo, as AVE dos constructos são de 0,80 na estratégia, 0,71 no serviço, 0,78 no controlo, 0,72 no recurso e 0,72 na performance organizacional. Estes resultados, segundo Fornell and Larcker, dado que superiores ao limiar de 0,5 denunciam uma convergência adequada. Deste modo confirma-se que cada uma das escalas está correlacionada com outras medidas conhecidas do conceito. Com estes resultados pode-se concluir que o modelo de medida é convergente.

A validade discriminante é o grau com que dois conceitos teoricamente semelhantes são distintos. Para isso as AVE devem ser maiores do que o quadrado da correlação estimada entre constructos (Fornell & Larcker, 1981). No estudo, todas as AVE são superiores às correlações entre os constructos, por isso pode-se inferir que todos os constructos são únicos e captam alguns fenómenos que outras medidas não captam. Ou seja, cada constructo é suficientemente diferente de outros conceitos similares para ser distinto. Por outro lado, todos os constructos são unidimensionais, portanto não existem pesos fatoriais cruzados. Também o modelo de medida é congénere pois para além dos constructos serem unidimensionais, também não existem covariâncias entre os erros. Tomados em conjunto, estes resultados suportam a validade discriminante do modelo de medida funções do CA.

A validade nomológica refere-se ao nível com que a medida demonstra os relacionamentos indicados pela teoria ou pesquisa prévia. O Quadro 5.5 apresenta as correlações entre os fatores latentes. A literatura de gestão é assim confirmada, pois todas as variáveis latentes exógenas estão associadas significativamente com a variável latente endógena, com as funções estratégia, controlo e recurso com impacto positivo e a função serviço com associação negativa. A função serviço é interpretada pela gestão de topo como uma ingerência na sua atividade, por isso a sua concretização não favorece a performance de empresa, quando esta é executada em conjunto com as outras funções. As quatro funções críticas do Conselho estão, também, todas correlacionadas entre si, o que parece plausível, pois têm subjacentes critérios de eficiência e eficácia do órgão como um todo. Neste contexto poderá concluir-se que a validade nomológica é suportada pelos resultados obtidos.

Para além destes resultados, também qualitativamente estes constructos já tinham sido abordados com professores do Instituto Superior de Economia e Gestão (Universidade Lisboa).

Quadro 5.5 – Correlações entre constructos

	Performance	Estratégia	Serviço	Controlo	Recurso
Performance	1				
Estratégia	0,23*	1			
Serviço	-0,52***	0,07	1		

Controlo	0,26*	0,62***	0,11	1	
Recurso	0,21*	0,34**	0,19	0,53***	1

***Correlações significativas ao nível 0,001 de significância; ** Correlações significativas ao nível 0,01 de significância; * Correlações significativas ao nível 0,05 de significância.

Fonte: Elaboração própria

Estes resultados permitem inferir que as quatro funções críticas – estratégia, serviço, controlo e recurso têm uma relação significativa com a performance de empresa, validando parcialmente as Hipóteses 1, 5, 8 e 10. Para além disto, também as relações entre as funções críticas são significativas, validando parcialmente as Hipóteses 3, 4, e 9.

O ajustamento do modelo das funções, conforme demonstram os índices apresentados no Quadro 5.6 é razoavelmente bom. O ajustamento do modelo pelos índices relativos *Comparative Fit Index (CFI)* e *Tucker-Lewis Index (TLI)* é muito bom (Hu & Bentler, 1998,1999). Em termos de índices absolutos o modelo *Chi-quadrado (X²)* é significativo - 0,002, o que sugere ter necessidade de analisar outros índices, enquanto o *X² normalizado* apresenta um índice muito bom ($X^2/df < 2$) (Tabachnick & Fidell, 2007). Quanto aos *Root Mean Square Error of Approximation (RMSEA)* e ao *Square Root Mean Residual (SRMR)* os seu níveis indicam um bom ajustamento (Browne & Cudeck, 1993; Hu & Bentler, 1998,1999).

Quadro 5.6 – Índices de qualidade do ajustamento

X^2	df	P	X^2/df	RMSEA	CFI	TLI	SRMR
157.75	109	0,002	1,45	0,07	0,963	0,953	0,053

Fonte: Elaboração própria

Em geral, pode-se concluir que o ajustamento do modelo aos dados é razoavelmente bom. Portanto, as hipóteses consideradas no modelo postulado não podem ser rejeitadas e o modelo das funções pode ser aceite. Consequentemente, podem-se identificar quais as funções mais importantes para a performance de empresa, bem como quais as que têm maior relação entre si.

5.2. RESULTADOS DO MODELO DAS CARACTERISTICAS

A seleção do método MANOVA baseia-se na vontade de analisar uma relação de dependência representada pelas diferenças entre um conjunto de medidas dependentes e uma série de grupos formados por uma ou mais medidas categóricas (Hair et al., 2010), ou contínuas, independentes. Adiantam os autores, que as vantagens de usar a MANOVA são: controlar o nível de erro ao longo da pesquisa quando algum grau de intercorrelação entre as variáveis dependentes está presente; e proporcionar maior poder estatístico de análise de

variância, quando o número de variáveis dependentes é cinco ou menos; que é o caso presente.

Em termos de estatística descritiva o Quadro 5.7 apresenta o resumo das variáveis resposta e o Quadro 5.8 o resumo das variáveis independentes.

Quadro 5.7 – Estatística descritiva das variáveis dependentes

Variável	Nº observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
P1	90	0,0785	0,2243	-0,7649	0,5931
P2	90	0,0351	0,0750	-0,2287	0,2810
P3	90	0,0505	0,0909	-0,1460	0,3330

Fonte: Elaboração própria

A análise destes parâmetros já foi efetuada atrás, no modelo das funções.

Quadro 5.8 – Estatística descritiva das variáveis independentes

Variáveis		Frequência absoluta	Frequência relativa	Frequência Acumulada
Dimensão	2	2	2,22	2,22
	3	21	23,33	25,56
	4	4	4,44	30,00
	5	27	30,00	60,00
	6	2	2,22	62,22

LA EFECTIVIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO

	7	9	10,00	72,22
	8	3	3,33	75,56
	9	7	7,78	83,33
	10	1	1,11	84,44
	11	3	3,33	87,78
	12	2	2,22	90,00
	13	1	1,11	91,11
	14	3	3,33	94,44
	15	2	2,22	96,67
	17	3	3,33	100,00
Estructura	0	9	10,00	10,00
Internos	1	26	28,89	38,89
	2	16	17,78	56,67
	3	13	14,44	71,11
	4	11	12,22	83,33
	5	9	10,00	93,33
	6	5	5,56	98,89
	12	1	1,11	100,00
Estructura	1	13	14,44	14,44
Externos	2	22	24,44	38,89
	3	16	17,78	56,67
	4	13	14,44	71,11
	5	7	7,78	78,89

LA EFECTIVIDAD DEL GOBIERNO CORPORATIVO

	6	6	6,67	85,56
	7	3	3,33	88,89
	8	3	3,33	92,22
	9	2	2,22	94,44
	11	3	3,33	97,78
	14	1	1,11	98,89
	17	1	1,11	100,00
Liderança unitária	0	59	65,56	65,56
	1	31	34,44	100,00
Experiência executiva	0	55	61,11	61,11
	1	35	38,89	100,00

Fonte: Elaboração própria

Para as variáveis que são contínuas, ainda podemos acrescentar a informação do Quadro 5.9.

Quadro 5.9 – Estatística descritiva das variáveis independentes contínuas

Variável	Nº observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Dimensão	90	6,4778	3,7573	2	17
Estrutura	90	2,5333	1,9955	0	12
Interuos					
Estrutura	90	3,9444	2,9844	1	17

Externos

Fonte: Elaboração própria

A dimensão mínima do Conselho é dois membros e a máxima é dezassete. Enquanto a média de administradores do Conselho são cerca de 7 membros, 3 internos e 4 externos. Relativamente à estrutura, o mínimo de administradores internos é zero, o que quer dizer que temos Conselho cujos membros são todos externos, e o máximo de membros é doze. Quanto aos externos o mínimo é um e o máximo é dezassete.

Em termos de pressupostos para a MANOVA, verificou-se que as observações são independentes, pois cada observação corresponde a uma empresa e os respondentes completaram os questionários separadamente.

Para além desta, também se verificou a normalidade univariada e multivariada das variáveis resposta. A assimetria univariada (sk), o achatamento univariado (Ku) e a curtose multivariada foram calculados para avaliar a normalidade das variáveis. Nenhuma variável apresentou valores de sk e ku indicadores de violações severas à distribuição Normal, isto é $|sk| > 3$ e $|ku| > 10$ (Kline, 2011).

A multicolineariedade das variáveis foi avaliada com a estatística *VIF* (*variance inflation factor*). A lógica deste teste baseia-se na ideia de que quando uma variável não é ortogonal às outras variáveis a variância do respetivo parâmetro fica inflacionada. Uma regra para a não existência de multicolinearidade é que nenhuma variável apresente um *VIF* superior a 10 (Chen et al., 2003). Neste estudo quaisquer das variáveis apresentou valores bastante inferiores a esta referência.

Em termos de linearidade entre as variáveis apresenta-se no Quadro 5.10 as correlações. Todas as relações entre variáveis são significativas a menos de 0,001, o que confirma a sua relação linear.

Quadro 5.10 – Correlações entre variáveis dependentes

Variável	ROE	ROA	ROS
ROE	1,000		
ROA	0,8924***	1,000	
ROS	0,5953***	0,5422***	1,000

***Correlações significativas ao nível 0,001 de significância (*two-tailed*).

Fonte: Elaboração própria

Verificados os pressupostos, vão-se estimar os parâmetros para cada uma das variáveis independentes. São quatro os testes mais utilizados em MANOVA: *Wilks' lambda (W)*, *Pillai's trace (P)*, *Lawley-Hotelling trace (L)* e *Roy's greatest characteristic root (gcr) (R)* (Hair et al., 2010). Acrescentam estes autores, para que os resultados destes testes sejam generalizáveis, é preciso garantir que o *statistical power*, que desempenha um papel crítico em qualquer análise MANOVA, seja na ordem dos 0,80. Para obter este *statistical power*, tendo em consideração um α de 0,05, um tamanho do efeito médio, a dimensão da amostra por grupo tem determinados mínimos (Läuter, 1978).

Assim, em relação à dimensão do CA, o Quadro 5.11 apresenta o teste geral.

Quadro 5.11 – Testes multivariados à dimensão do Conselho

Fonte	Teste	df	F(df1,	df2)	= F	Prob>F	
Dimensão	W	0,8420	1	3,0	86,0	5,38	0,0019 e
	P	0,1580		3,0	86,0	5,38	0,0019 e
	L	0,1876		3,0	86,0	5,38	0,0019 e
	R	0,1876		3,0	86,0	5,38	0,0019 e
Residual		88					
Total		89					

e = exact, a = approximate, u = upper bound on F

Fonte: Elaboração própria

Todos os quatro testes multivariados rejeitam a hipótese nula ($p < 0,05$), o que indica que existe algum tipo de diferença entre os vetores de médias dos dois grupos. Por isso é necessário avaliar, quais das variáveis dependentes apresentam diferenças entre os grupos e identificar se os grupos diferem em uma única variável dependente ou de todo o vetor dependente. Por isso apresenta-se no Quadro 5.12 a estimativa dos coeficientes.

Quadro 5.12 – Estimativa dos coeficientes

Equação	Observações	Parâmetros	RMSE	R ²	F	P
ROE	90	2	0,2244	0,0110	0,9785	0,3253
ROA	90	2	0,0753	0,0001	0,0113	0,9154

ROS	90	2	0,0863	0,1082	10,7684	0,0015
-----	----	---	--------	--------	---------	--------

Fonte: Elaboração própria

A dimensão do Conselho faz diferir as médias dos grupos em relação ao ROS. Também se pode concluir que o número de membros do CA tem um peso no ROS de cerca de 11%. Estes resultados permitem concluir que a Hipótese 11 se verifica.

Para além do tamanho do Conselho, vai-se fazer a análise à sua estrutura, ou seja, verificar se o número de administradores executivos e os não executivos têm algum impacto na performance. Em relação ao número de administradores internos, os resultados são os apresentados no Quadro 5.13.

Quadro 5.13 – Testes multivariados ao número de administradores internos

Fonte	Teste	df	F(df1,	df2)	= F	Prob>F	
Internos	W	0,9523	1	3,0	86,0	1,43	0,2384 e
	P	0,0477		3,0	86,0	1,43	0,2384 e
	L	0,0500		3,0	86,0	1,43	0,2384 e
	R	0,0500		3,0	86,0	1,43	0,2384 e
Residual		88					
Total		89					

e = exact, a = approximate, u = upper bound on F

Fonte: Elaboração própria

Todos os quatro testes multivariados não rejeitam a hipótese nula ($p > 0,05$). Isto quer dizer que não existe qualquer tipo de diferença entre os vetores das médias dos grupos. Por isso, a Hipótese 12 não se verifica.

Relativamente ao número de administradores externos, os resultados obtidos estão plasmados no Quadro 5.14.

Quadro 5.14 – Testes multivariados ao número de administradores externos

Fonte	Teste	df	F(df1,	df2)	= F	Prob>F	
Conselho afiliado	W	0,8619	1	3,0	86,0	4,59	0.0050 e
	P	0,1381		3,0	86,0	4,59	0.0050 e
	L	0,1603		3,0	86,0	4,59	0.0050 e
	R	0,1603		3,0	86,0	4,59	0.0050 e
Residual		88					
Total		89					

e = exact, a = approximate, u = upper bound on F

Fonte: Elaboração própria

Todos os quatro testes multivariados rejeitam a hipótese nula ($p < 0,05$). Isto quer dizer que existe algum tipo de diferença entre os vetores das médias dos grupos. Neste contexto é necessário avaliar quais das variáveis dependentes apresentam diferenças entre os

diferentes grupos e identificar se os grupos diferem em uma única variável dependente ou de todo o vetor dependente. Assim, o Quadro 5.15 apresenta a estimativa dos coeficientes.

Quadro 5.15 – Estimativa dos coeficientes

Equação	Observações	Parâmetros	RMSE	R ²	F	P
ROE	90	2	0,2251	0,0047	0,4163	0,5205
ROA	90	2	0,0753	0,0000	0,0014	0,9697
ROS	90	2	0,0868	0,0979	9,5545	0,0027

Fonte: Elaboração própria

Com estes resultados, conclui-se que a equação ROS é significativa ($p < 0,05$). Portanto, para esta variável existe uma diferença das médias, dos diversos números de administradores externos. O número de administradores externos tem um peso no ROS de 10%. Assim, a Hipótese 13 também se verifica.

Na última das características em análise, a liderança, os resultados obtidos para cada uma das variáveis, são os apresentados abaixo. Para a liderança unitária, os resultados são os seguintes:

Quadro 5.16 – Testes multivariados à liderança unitária

Fonte	Teste	df	F(df1, df2)	= F	Prob>F
Dual	W	0,9935 1	3,0 86,0	0,19	0,9042 e

P	0,0065	3,0	86,0	0,19	0,9042 e
L	0,0066	3,0	86,0	0,19	0,9042 e
R	0,0066	3,0	86,0	0,19	0,9042 e
Residual		88			
Total		89			

e = exact, a = approximate, u = upper bound on F

Fonte: Elaboração própria

Todos os quatro testes multivariados não rejeitam a hipótese nula ($p > 0,05$). Isto quer dizer que não existe qualquer tipo de diferença entre os vetores de médias dos dois grupos. Portanto, a Hipótese 14 não se verifica.

Relativamente à variável experiência executiva, os resultados são os apresentados no Quadro 5.17.

Quadro 5.17 – Testes multivariados à experiência executiva

Fonte	Teste	df	F(df1, df2)	= F	Prob>F		
Experiência executiva	W	0,8788	1	3,0	86,0	3,95	0,0108 e
	P	0,1212		3,0	86,0	3,95	0,0108 e
	L	0,1379		3,0	86,0	3,95	0,0108 e

R	0,1379	3,0	86,0	3,95	0,0108 e
Residual	88				
Total	89				

e = exact, a = approximate, u = upper bound on F

Fonte: Elaboração própria

Todos os quatro testes multivariados rejeitam a hipótese nula ($p < 0,05$), o que indica que existe algum tipo de diferença entre os vetores de médias dos dois grupos. Por isso é necessário avaliar quais das variáveis dependentes apresentam diferenças entre os dois grupos e identificar se os grupos diferem em uma única variável dependente ou de todo o vetor dependente. Assim, o Quadro 5.18 apresenta a estimativa dos coeficientes.

Quadro 5.18 – Estimativa dos coeficientes

Equação	Observações	Parâmetros	RMSE	R ²	F	P
ROE	90	2	0,2227	0,0254	2,2959	0,1333
ROA	90	2	0,0736	0,0436	4,0105	0,0483
ROS	90	2	0,0867	0,1005	9,8356	0,0023

Fonte: Elaboração própria

Assim, constata-se que as equações ROA e ROS são significativas ($p < 0,05$). Portanto, para estas variáveis existe uma diferença das médias, resultante da experiência executiva anterior do Presidente do Conselho de Administração. Em termos individuais de cada uma

variável resposta, os coeficientes, desvio padrão, t test, probabilidade (p-value) e intervalo de confiança a 95% são os apresentados no Quadro 5.19.

Quadro 5.19 – Estimativa dos parâmetros

Variável	Grupo/ Constante	Coefficiente	Desvio padrão	T	P-value	[Intervalo confiança a 95%]	
ROE	Sim. Experiência executiva	0,0730	0,0482	1,52	0,133	-0,0227	0,1687
	Constante	0,0501	0,0300	1,67	0,099	-0,0096	0,1098
ROA	Sim. Experiência executiva	0,0319	0,0159	2,00	0,048	0,0002	0,0635
	Constante	0,0227	0,0099	2,29	0,024	0,0030	0,0425
ROS	Sim. Experiência executiva	0,0588	0,0187	3,14	0,002	0,0215	0,0960
	Constante	0,0276	0,0117	2,36	0,020	0,0044	0,0508

Fonte: Elaboração própria

Assim, pode-se concluir que a experiência executiva anterior tem um impacto positivo e significativo no ROA e no ROS. Para complementar estes resultados, apresenta-se o Quadro 5.20 com as médias dos dois grupos.

Quadro 5.20 – Médias dos dois grupos

Experiência executiva	ROE	ROA	ROS
Não	0,051	0,023	0,028
Sim	0,123	0,055	0,086
Total	0,078	0,035	0,050

Fonte: Elaboração própria

Por conseguinte estes resultados permitem concluir que a Hipótese 15 se verifica.

6. CONCLUSÕES E FUTURAS LINHAS DE INVESTIGAÇÃO

Este estudo aborda um debate presente na literatura de gestão, sobre a relação entre *corporate governance* e desempenho de empresa (Bhagat & Black, 1999; Bhagat & Bolton, 2008; Daily et al., 2003; Forbes & Milliken, 1999; Hillman & Dalziel, 2003; Johnson et al., 1996; Pearce & Zahra, 1992; Stiles & Taylor, 2001; Zahra & Pearce, 1989), ou seja, se o seu relacionamento é suficientemente alto para que os investigadores possam tratá-los como dependentes.

Vai-se assim comentar os resultados obtidos para as funções e características do CA.

6.1. CONCLUSÕES SOBRE O MODELO DAS FUNÇÕES

Os resultados deste estudo, em relação às funções do CA, revelam a existência de quatro dimensões independentes no âmbito de *corporate governance*: função estratégia, função serviço, função controlo e função recurso. Estes quatro constructos latentes são constituídos por indicadores que representam tarefas do CA. Apesar de a literatura ser prolífera neste tema, é inédito a apresentação e validação destes constructos.

Para além destes quatro, também foi validado o constructo performance organizacional. A performance de empresa, ou performance financeira, geralmente é baseada na rentabilidade de empresa, medida pelo ROE, ROA e ROS (Gentry & Shen, 2010); que são igualmente os indicadores mais frequentemente utilizados (Butler, Martin, Perryman, & Upson, 2012). Este constructo representa a dimensão rentabilidade da performance organizacional (Hamann, Schiemann, Bellora, & Guenther, 2013). A performance organizacional (OP) é o critério (variável endógena) mais importante na avaliação de empresas (Richard, Devinney, Yip, & Johnson, 2009); é fundamental para a investigação em gestão estratégica (Hamann et al., 2013); é amplamente reconhecido como importante, talvez o mais importante, constructo em investigação de gestão estratégica (Combs, Crook, & Shook, 2005); e por isso na literatura de gestão estratégica, os investigadores concentram-se na performance organizacional (Venkatraman & Ramanujam, 1986).

Este estudo seguiu a literatura em gestão estratégica, que aconselha a não utilização de indicadores únicos para medir constructos fundamentais, tais como o desempenho da empresa (Boyd, Gove, & Hitt, 2005). Assim, utilizaram-se vários indicadores para medir qualquer um dos constructos e usou-se a técnica de análise de equações estruturais, para melhorar a qualidade de medição destes (Shook, Ketchen, Hult, & Kacmar, 2004). Nesta abordagem, trataram-se os indicadores como medidas reflexivas dos constructos subjacentes, ou seja, como observações manifestas de constructos latentes não observáveis, o que normalmente acontece na investigação em gestão (Podsakoff, Shen, & Podsakoff, 2006; Williams et al., 2009)

Os resultados obtidos permitem concluir que a função, em termos médios, mais desempenhada pelo CA é a estratégia, em seguida o controlo, depois o serviço e por fim o recurso. Estes resultados em relação à função estratégia estão em consonância com os obtidos por Demb and Neubauer (1992) e Hill (1995); bem como com Adams and Ferreira

(2007) que preconizam que esta função deve ser obrigatória por parte dos Conselhos. Relativamente à função controlo, é uma das principais funções do Conselho; pois tal com afirma Jensen (1993) o Conselho está “at the apex of the internal control system” (p. 862). Para Raber (2003) o conselho de administração, como representante dos proprietários, deve cumprir a sua função controlo. Em termos de tarefas, a nível médio, a mais executada pelo Conselho é a aprovação dos objetivos de médio/longo prazo da empresa, seguida pela aprovação da visão estratégica e pela aprovação das estratégias *corporate* da empresa, enquanto a menos executada é a sua contribuição como canal de comunicação e difusão de informação com o meio ambiente externo da empresa.

Os resultados mostram também, que a função estratégia influencia positiva e significativamente a performance de empresa, validando H1. Esta confirmação está em linha com académicos e profissionais, que consideram a função estratégia do Conselho, crucial para a empresa (Hendry & Kiel, 2004) e favorece a sua performance (Judge & Zeithaml, 1992). Para além disso, como esta função tem tarefas de formulação e de implementação da estratégia, para Hitt, Ireland and Palia (1982) uma boa performance de empresa só se alcança com a concretização desta função. Portanto, a escola ativa continua a ser dominante (Hendry & Kiel, 2004) e a mais eficaz. Pois Conselhos envolvidos na atividade da empresa podem servir de apoio à gestão de topo (Bhagat & Kehoe, 2014). Para os profissionais, a mensagem é que um CA ativo é o mais eficaz na empresa.

A função estratégia está correlacionada positiva, mas não significativamente com a função serviço, validando parcialmente H2. A função serviço é preliminar da função estratégia (Schmidt & Brauer, 2006). Esta função serviço faz parte do processo de decisão sobre as questões estratégicas da empresa, o que leva alguns autores a considerarem estas duas funções como uma só (Johnson et al., 1996), por isso a sua correlação é perfeitamente admissível.

Por outro lado, a função estratégia está correlacionada positiva e significativamente com a função controlo, validando H3. A função estratégia encaixa essencialmente na formulação de estratégia enquanto a função controlo é enquadrável na implementação de estratégia. O processo de formação de estratégia engloba a formulação e a implementação, por isso estas não são partes separadas da estratégica, mas sim dimensões distinguíveis (Wit & Meyer, 2010). Dado que a formulação e implementação fazem parte do processo de gestão estratégica (Ireland et al., 2011) as funções só podem estar correlacionadas.

Também a função estratégia está correlacionada positiva e significativamente com a função recurso, validando H4. O CA é um recurso determinante para a sobrevivência da empresa (Pearce & Zahra, 1992), tal como é crucial ter uma função estratégia. Para além destes autores, Ruigrok et al. (2006) afirmaram, que os Conselhos têm um papel importante no reforço das relações entre empresa e ambiente externo. Pois, ligar a organização com o meio ambiente externo é uma das principais funções do conselho de administração (Horner, 2002). As várias funções desempenhadas pelo Conselho são suportadas por diferentes teorias de *corporate governance*, que se complementam e não são antagónicas entre si (Daily et al., 2003). Neste contexto estas duas funções devem estar correlacionadas.

Para além destas, a função serviço influencia negativa e significativamente a performance de empresa, validando H5. Os Conselhos devem representar uma oferta suplementar à gestão de topo e não um seu substituto (Fiegener, 2005). Neste sentido e apesar da colaboração entre CA e gestão de topo ser geralmente considerada benéfica, pode criar tensões adicionais (Nichols, 1992). Se as responsabilidades entre Conselho e gestão de topo, não estiverem claramente definidas, corre-se o risco do Conselho interferir indevidamente na gestão eficiente da empresa (Helmer, 1996). E esta função serviço é em grande medida bastante interventiva na empresa, pois pretende que o CA contribua com informação, orientação e aconselhamento, para a tomada de decisão estratégica na

empresa, nomeadamente a sua participação ativa, na definição da missão, da estratégia (s) e dos objetivos estratégicos. Em termos práticos torna-se necessário não criar tensões ineficientes ao nível dos escalões superiores de decisão (ver Hambrick & Mason, 1984), que possam tornar a empresa menos eficaz.

A função serviço tem uma correlação positiva mas não significativa com a função controlo, validando parcialmente H6. A função serviço faz parte da fase formulação de estratégia, enquanto a função controlo pertence à fase de implementação, no entanto estas duas fases fazem parte dum processo distinguível, mas não separado na gestão de empresa. Formulação e implementação fazem parte dum todo - processo de gestão estratégica (Ireland et al., 2011), e por esta razão estas duas funções têm de estar correlacionadas.

A função serviço tem uma correlação positiva mas não significativa com a função recurso, validando parcialmente H7. Estas duas funções são essencialmente de apoio e complementaridade à gestão de topo da empresa. Por isso, qualquer tarefa concretizada neste contexto deve ser conciliada no âmbito da atividade dos escalões superiores de decisão da empresa. Esta conciliação visa, naturalmente, tornar a ação de gestão eficiente e eficaz. A contribuição do CA para melhorar a reputação e prestígio da empresa (Gabrielsson & Winlund, 2000; Horner, 2010) deve ter em consideração a ação estratégica de empresa. Assim, a correlação entre estas duas funções torna-se inevitável.

Relativamente à função controlo, está positiva e significativamente associada à performance de empresa, validando H8. Este resultado está em concordância com Hutchinson and Gul (2004) que tinham afirmado “Prior research on the relationship between corporate controls and firm performance is premised on the notion that, in theory, there is direct association between corporate governance and firm performance.” (p. 595); bem como com Fama (1980) e Mizruchi (1983). Esta função é por muitos investigadores, considerada a principal do CA (Dalton et al., 1998; Dalton et al., 1999). Por isso, controlo

organizacional adequado para implementar a estratégia escolhida, é determinante para o sucesso de empresa (Ireland et al., 2011). Os resultados obtidos neste estudo permitem concluir que esta função é a que maior impacto positivo tem na performance de empresa. Por isso, em termos práticos, é necessário e conveniente que o Conselho exerça esta função, com especial destaque para a análise do relatório de gestão e das contas de empresa.

A função controlo tem uma correlação positiva e significativa com a função recurso, validando H9. Sendo a função recurso, essencialmente, de ligação da empresa com o seu meio externo (Horner, 2002), é natural que essa ligação seja feita com base no conhecimento intrínseco e no superior interesse da empresa. Para além disto, estas duas funções são exercidas pelo mesmo órgão – CA; do qual órgão, em última instância, depende a sobrevivência e o sucesso duma empresa (Monks & Minow, 2008; Pye & Pettigrew, 2005). Neste contexto, é inevitável que estas duas funções estejam assim correlacionadas.

Finalmente a função recurso está positiva e significativamente associada à performance de empresa, validando H10. Hillman and Dalziel (2003) veem a provisão de recursos, uma função que influencia diretamente o desempenho de empresa, uma vez que reduz a dependência, diminui a incerteza, diminui os custos de transação e “ultimately aid in the survival of the firm” (p. 386). E o Conselho é um dos vários instrumentos, que a gestão de topo pode usar, para facilitar o acesso a recursos críticos e dar legitimidade, para o sucesso de empresa (Horner, 2002; Johnson et al., 1996). Neste sentido, o CA deve ter um papel complementar ao da gestão de topo, com especial destaque para a ação de representação externa e *lobby* da empresa.

Em síntese, apresenta-se no Quadro 6.1 o resumo dos resultados obtidos no teste das hipóteses formuladas, sobre o modelo das funções.

Quadro 6.1 – Resumo do teste de hipóteses do modelo das funções

Hipóteses	Resultados obtidos
H1 - Estratégia → Performance	Validada
H2 - Estratégia ↔ Serviço	Validada parcialmente
H3 - Estratégia ↔ Controlo	Validada
H4 - Estratégia ↔ Recurso	Validada
H5 - Serviço → Performance	Validada
H6 - Serviço ↔ Controlo	Validada parcialmente
H7 - Serviço ↔ Recurso	Validada parcialmente
H8 - Controlo → Performance	Validada
H9 - Controlo ↔ Recurso	Validada
H10 - Recurso → Performance	Validada

Fonte: Elaboração própria

6.2. CONCLUSÕES SOBRE O MODELO DAS CARACTERÍSTICAS

A literatura considera as características dos conselhos de administração como aspetos importantes de governo das sociedades (Bhagat & Bolton, 2008). Dentro dessas

características, o tamanho e a estrutura do Conselho desempenham, sem dúvida, um papel importante (Adams et al., 2010; Ferrero-Ferrero et al., 2012; Hermalin & Weisbach, 2003).

O tamanho do Conselho está positiva e significativamente associado à performance de empresa, validando H11. Estes resultados estão em linha com Dalton et al. (1999) que realizaram uma meta-análise a vinte e sete estudos, e concluíram que o tamanho do Conselho estava associado com níveis mais elevados de desempenho financeiro da empresa. No entanto dado a pequena dimensão da amostra e diversidade do tamanho do Conselho, que se traduz num número reduzido de casos por cada um dos grupos, impossibilita a obtenção de testes mais substantivos.

Para além da dimensão, o tipo de estrutura do Conselho, é um assunto importante na compreensão do desempenho dos administradores, de suas responsabilidades e contribuição para o desempenho de empresa (Pearce & Zahra, 1992). Os resultados obtidos permitem inferir que o número de administradores executivos não tem relação significativa com a performance, não validando H12. Aliás estes resultados estão em concordância com Daily and Johnson (1997), Mallette and Fowler (1992) e Molz (1988) que não encontraram relação significativa entre a proporção de administradores internos e a performance de empresa.

Provavelmente a questão mais amplamente discutida, quanto aos conselhos de administração é, se ter mais administradores externos aumenta o desempenho empresarial (Hermalin & Weisbach, 2003). Para Fama and Jensen (1983a), os administradores externos são fundamentais para a independência do Conselho. Para além disto, nos últimos anos, a pressão pública e os requisitos regulamentares têm levado as empresas a terem um Conselho, com uma maioria de administradores externos. Os resultados obtidos permitem concluir, que o número de administradores externos está positiva e significativamente associado com a performance de empresa, validando H13. Nesta senda, outro conjunto de

investigadores, também encontrou relação positiva entre a proporção de administradores externos e performance de empresa (Hill & Snell, 1989; Schellenger, Wood, & Tashakori, 1989; Pearce & Zahra, 1992).

Em relação à liderança do CA uma parte impressionante de literatura, revisões narrativas, e meta-análises são dedicadas ao tipo de liderança do Conselho, porque se considera que, do ponto de vista conceptual/teórico, existe uma relação entre liderança do Conselho e performance da empresa (Dalton et al., 2007). No entanto, os resultados empíricos obtidos, sobre essa relação, são ambíguos, com os defensores da teoria de agência favoráveis à estrutura dual, enquanto defensores da *stewardship theory*, referem que a empresa deve ter uma liderança unitária. Os resultados mostram, que o tipo de liderança unitária não está associada à performance da empresa, não validando H14. Portanto, o tipo de liderança não interfere na performance de empresa. Estes resultados estão em linha com a conclusão dum grupo de investigadores, que referem não haver nenhuma evidência substantiva, sistemática e relação de causalidade, entre liderança do Conselho e desempenho de empresa (Baliga, Moyer, & Rao, 1996; Brickley et al, 1997; Coles et al, 2001; Dalton et al., 1998; Faleye, 2007; Kang & Zardhoohi, 2005).

No que respeita à experiência executiva anterior na empresa, do PCA, ela favorece o conhecimento que este tem da empresa. Um conhecimento mais profundo da empresa em termos funcionais, pode favorecer a objetividade e eficácia das decisões do PCA. Neste sentido a existência anterior dessa experiência executiva na empresa, por parte do PCA, está associada positiva e significativamente à performance de empresa, validando H15. Os resultados obtidos permitem concluir, que a experiência executiva anterior do PCA tem um impacto positivo no ROA e no ROS, de 3,2% e 5,9%, respetivamente.

Em suma, apresenta-se no Quadro 6.2 o resumo dos resultados obtidos no teste das hipóteses formuladas, sobre o modelo das características.

Quadro 6.2 – Resumo do teste de hipóteses do modelo das características

Hipóteses	Resultados obtidos
H11 -Tamanho → Performance	Validada
H12- Internos → Performance	Não validada
H13- Externos → Performance	Validada
H14 - Liderança unitária → Performance	Não validada
H15 - Experiência executiva → Performance	Validada

Fonte: Elaboração própria

6.3. CONTRIBUIÇÕES PARA A GESTÃO

Este estudo contribui, assim para a literatura de *corporate governance* de cinco formas. Primeira, contribui para a clarificação dos constructos funções do CA em termos de definições, relações semânticas, e coerência (Suddaby, 2010).

Segunda, propõe um esquema de medição/validação de quatro constructos do conselho de administração – função estratégia, função serviço, função controlo e função recurso.

Estas quatro funções críticas geram catorze tarefas determinantes para serem executadas pelo CA. A função cujas tarefas são as mais representativas é a estratégia, seguida do controlo, serviço e recurso. Isto quer dizer que a função estratégia é composta fundamentalmente pelas suas cinco tarefas, portanto estas representam muito fiavelmente a função estratégia. Também a função controlo é muito fiavelmente representada pelas suas três tarefas. As restantes funções, serviço e controlo, também são fiavelmente representadas pelas suas respectivas três tarefas.

Terceira, conclui que é determinante analisar as quatro funções críticas do Conselho, para perceber o contributo deste órgão de gestão na performance de empresa, pois esta é explicada fundamentalmente por aquelas. Portanto, as empresas com melhor performance estão associadas positivamente com Conselhos ativos, nas funções estratégia, controlo e recurso. Por outro lado, a função serviço está associada negativamente à performance de empresa, isto quer dizer que, em especial para a gestão de topo, esta função é considerada invasora da sua ação e portanto para se obter uma boa performance de empresa o Conselho não deve levar a cabo esta função.

Quarta, conclui que determinadas características do Conselho, como o tamanho, a estrutura e a liderança têm impacto positivo na performance de empresa. Isto quer dizer: Conselhos de maior dimensão estão associados positivamente à performance de empresa; Conselhos com maior número de administradores externos estão positivamente associados à performance; e finalmente, Conselhos, cujo PCA tem experiência prévia como executivo na empresa, estão também positivamente associados à performance de empresa.

Em síntese, estas contribuições permitem concluir que um Conselho, ativo nas funções estratégia, controlo e recurso; de maior dimensão; com maior número de administradores externos; e cujo PCA tem experiência anterior na empresa, é mais eficaz.

Quinta, este estudo contribui para um maior conhecimento de *corporate governance* em Portugal, e portanto fora dos EUA, ou seja, em linha com a literatura, que apela para a concretização de estudos fora deste último país, pois a maior parte dos estudos existentes versam, fundamentalmente, as empresas dos EUA.

Para além destas, contribui para a literatura de OP, pela validação da sua dimensão rentabilidade.

6.4. LIMITAÇÕES E FUTURAS INVESTIGAÇÕES

Este estudo tem algumas limitações. A primeira, apesar do CEO, ser quem melhor conhece a sua empresa, para além deste poderiam ser inquiridos também os restantes membros da gestão de topo, para complementar a informação obtida do CEO.

A segunda, este estudo versa sobre funções críticas do Conselho, portanto depois de se ter conhecido quais são, poder-se-ia complementar este conhecimento com informação de como estas funções são desempenhadas, nomeadamente na sua vertente informal.

Dado o papel central de *corporate governance* em termos gerais e do desempenho de empresa em particular, os investigadores em futuros estudos empíricos são, encorajados a aplicar os quatro esquemas de medição das funções críticas do Conselho, e o esquema de medição de performance organizacional, para os quais a validação dos constructos foi

estabelecida. Também em relação às características do CA é importante procurar relações com outras variáveis de empresa. Por isso alargar esta análise a outros países seria muito interessante para poder comparar resultados.

7. BIBLIOGRAFIA

2003/361/CE. Recomendação da comissão de 6 de Maio de 2003. Retirado através <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:124:0036:0041:en:PDF>, em 12/01/2008.

Adams, J. C., Mansi, S. A., & Nishikawa, T. (2010). Internal governance mechanisms and operational performance: evidence from index mutual funds. *The Review of Financial Studies*, 23(3), 1261-1286.

Adams, R. B. & Ferreira D. (2007). A theory of friendly boards. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.

Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107.

Adams, R. B., Licht, A. N., & Sagiv, L. (2010). Shareholders and stakeholders: How do directors decide? [Working Paper N°. 276/2010]. *European Corporate Governance Institute*. Obtido através de http://ssrn.com/abstract_id=1549482.

Adams, R. B., & Mehran, H. (2012). Bank board structure and performance: Evidence for large bank holding companies. *Journal of Financial Intermediation*, 21, 243-267.

Ahrens, Filatotchev & Thomsen (2011). The research frontier in corporate governance. *Journal of Management and Governance* 15, 311-325.

Alchian, A. A. (1965). Some economics of property rights. *Il Politico*, 30, 816-829.

- Alchian, A. A. (1969). *Corporate management and property rights*. In H. G. Manne (Ed.), *Economic policy and regulation of corporate securities* (pp. 337-360). Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62, 777-795.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1973). The property rights paradigm. *Journal of Economic History*, 33, 16-27.
- Alderfer, C. P. (1972). *Existence, relatedness, and growth: Human needs in organizational settings*. New York: Free Press.
- Alexander, J. A., Fennel, M. L., & Halpern, M. T. (1993). Leadership instability in hospitals: The influence of board-CEO relations and organizational growth and decline. *Administrative Science Quarterly*, 38, 74-99.
- Andres, P., Azofra, V. & Lopez, F. (2005). Corporate boards in OECD countries: Size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 13(2), 197-210.
- Andrews, K. (1981a). Replaying the board's role in formulating strategy. *Harvard Business Review*, 56, 18-26.
- Andrews, K. R. (1981b). Corporate strategy as a vital function of the board. *Harvard Business Review*, 59, 174-176 and 180-184.

- APA (2010). *Publication manual of the American Psychological Association*, 6th ed.. Washington D.C.: APA
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W. & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203-243.
- Ashforth, B. E., Gioia, D. A., Robinson, S.L., & Trevino, L.K. (2008). Re-viewing organizational corruption. *Academy of Management Review*, 33(3), 670-684.
- Bainbridge, S. M. (1993). Independent directors and the ALI corporate governance project. *George Washington Law Review*, 61, 1034-1083.
- Bainbridge, S. M. (2002). A critique of NYSE's director independence listing standards [Research Paper No. 02-15]. *UCLA School of Law*. Obtido através de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=317121 .
- Baliga, B. R., Moyer, R. C., & Rao, R. S. (1996). CEO duality and firm performance: What's the fuss? *Strategic Management Journal*, 17, 41-53.
- Bantel, K., & Jackson, S. (1989). Top management and innovations in banking: Does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal*, Summer Special Issue 10, 107-124.
- Barker, R. (2010, March). *Unlisted companies as drivers of economic growth: The role of good governance*. Paper presented at the *ecoDa annual Conference*, Brussels. Obtido através de <http://www.ecoda.org/Annual Conference 2010.html>.

- Baysigner, B., & Butler, H. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organizations*, 1(1), 101-124.
- Baysigner, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
- Bazerman, M. H., & Schoorman, D. F. (1983). A limited rationality model of interlocking directorates. *Academy of Management Review*, 8, 206-217.
- Bezemer, P., Peij, S. C., Maassen, G. F., & Halder, H. (2012). The changing role of the supervisory board chairman: The case of the Netherlands (1997–2007). *Journal of Management and Governance*, 16, 37-55.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Bhagat, B. & Kehoe, C. (2014). High-performing boards: What's on their agenda? *McKinsey Quarterly*, April, 1-5.
- Bhagat, S., & Black, B. S. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *Business Lawyer*, 54(3), 921-963.
- Bhagat, S., & Black, B. S. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-273.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.

- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, 76(3), 455-475.
- Boeker, W., & Goodstein, J. (1991). Organizational performance and adaptation: Effects of environment and performance on changes in board composition. *Academy of Management Journal*, 34(4), 805-826.
- Bollen, K.A.(1989). *Structural Equations with Latent Variables*. New York: Wiley.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(5), 301-312.
- Boyd, B., S. Gove, and M. Hitt. 2005. Construct Measurement in Strategic Management Research: Illusion or Reality? *Strategic Management Journal*, 26, 239-257.
- Bradach, J. L., & Eccles, R. G. (1989). Price, authority, and trust: From ideal types to plural forms. *Annual Review of Sociology*, 15, 97-118.
- Bradley, M., Schipani, C. A., Sundaram, A. K., & Walsh, J. R. (1999). The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: Corporate governance at a crossroads. *Law and Contemporary Problems*, 62, 9-86.
- Brennan, N. (2006). Boards of directors and firm performance: Is there an expectations gap? *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 577-593.

- Brickley, J. A., Coles, J. L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- Browne, M. W., & Cudeck, R. (1993). Alternative ways of assessing model fit. In K. A. Bollen & J. S. Long (Eds.), *Testing structural equation models* (pp. 136-162). Newbury Park, CA: Sage.
- Burt, R. S. (1980). Cooptive corporate actor networks: A reconsideration of interlocking directorates involving American manufacturing. *Administrative Science Quarterly*, 25, 557-582.
- Butler, F. C., Martin, J. A., Perryman, A. A., & John W. Upson, J. W. (2012). Examining the dimensionality, reliability, and construct validity of firm financial performance. *Strategic Management Review*, 6(1), 57-74.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside director monitor managers? : Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221.
- Cadbury, A. (2000). The corporate governance agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 8(1), 7-15.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44, 639-660.
- Carter, C. B., & Lorsch, J. W. (2004). *Back to the drawing board: Designing corporate boards for a complex world*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Certo, S. T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signalling with board structures. *Academy of Management Review*, 28, 432-446.

- Chen, X., Ender, P., Mitchell, M. & Wells, C. (2003). *Regression with Stata*. Extraído através <http://www.ats.ucla.edu/stat/stata/webbooks/reg/default.htm> em 15/6/2013.
- Cheung, S. N. S. (1970). The structure of contract and the theory of a non-exclusive resource. *The Journal of Law & Economics*, 13, 49-70.
- Cieri, R. M., Sullivan, P. F., & Lennox, H. (1994). The fiduciary duties of directors of financially troubled companies. *Journal of Bankruptcy Law and Practice*, 3, 400-417.
- Clarke, T. (2004). *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*. London and New York: Routledge.
- Clarke, T. (2005). Accounting for Enron: Shareholder value and stakeholder interests. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 598-612.
- Clement, R. (2005). The lessons from stakeholder theory for US business leaders. *Business Horizons*, 48(1), 255-264.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Económica*, 4, 386-405.
- Coase, R. H. (1959). The federal communications commission. *The Journal of Law & Economics*, 2, 1-40.
- Coase, R. H. (1960). The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, 3, 1-44.
- Cochran, P. L., Wood, R. A., & Jones, T. B. (1985). The composition of board of directors and incidence of golden parachutes. *Academy of Management Journal*, 28(3), 664-671.
- Cohen, J. 1988. *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*, 2nd ed. Hillsdale, NJ: Lawrence Erlbaum Publishing.

- Combs, J. G., Crook, T. R., & Shook, C. L. (2005). The dimensionality of organizational performance and its implications for strategic management research. In D. J. Ketchen (Ed.), *Research methodology in strategy and management* (Vol. 2, pp. 259-286). Amsterdam: Elsevier.
- Coles, J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27, 23-50.
- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (aka Cadbury Report) (1992). Obtido através de <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>.
- Conger, J. A., Finegold, D. & Lawler, E. E. III. (1998). Appraising Boardroom Performance. *Harvard Business Review*, 76(1), 136-148.
- Canyon, M., Judge, W. Q., & Useem, M. (2011). Corporate governance and the 2008-09 financial crises. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), 399-404.
- Canyon, M. J., & Peck, S. I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 146-157.
- Coombes, P., & Wong, S. C-Y. (2004). Chairman and CEO: One job or two? *McKinsey Quarterly*, 2, 43-47.
- Cornforth, C. (2004). The governance of cooperatives and mutual associations: A paradox perspective. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 75(1), 11-32.
- Crane, A., & Ruebottom, T. (2011). Stakeholder theory and social identity: Rethinking stakeholder identification. *Journal of Business Ethics*, 102, 77-87.

- Creswell, J. W. (2009). *Research design: Qualitative, quantitative, and mixed methods approaches* (3rd ed.). Thousand Oaks, CA: Sage.
- CSC. (2012). *Código das Sociedades Comerciais*. Versão electrónica no site da Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas, accedido em 12/11/2012 através de https://www.otoc.pt/pt/membros/get_app.php.
- Daily, C. M. (1996). Governance patterns in bankruptcy reorganizations. *Strategic Management Journal*, 17, 355-375.
- Daily, C. M. & Dalton, D. R. (1992). The relationship between governance structure and corporate performance in entrepreneurial firms. *Journal of Business Venturing*, 7, 375-386.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1993). Board of directors leadership and structure: Control and performance implications. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 17(3), 65-81.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Bankruptcy and corporate governance: The impact of board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 37, 1603-1617.
- Daily, C., & Dalton, D. R. (1997). CEO and board chairperson roles held jointly or separately: Much ado about nothing. *Academy of Management Executive*, 11(3), 11-20.
- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Daily, C. M., & Johnson, J. L. (1997). Sources of CEO power and firm financial performance: A longitudinal assessment. *Journal of Management*, 23(2), 97-117.

- Daily, C. M., Johnson, J. L., & Dalton, D. R. (1995). The many ways to board composition: If you have seen one, you certainly have not seen them all. Paper presented at the national *Academy of Management Meeting*, Vancouver, B. C.
- Daily, C. M., Johnson, J. L., & Dalton, D. R. (1999). On the measurement of board composition: Poor consistency and a serious mismatch of theory and operationalization. *Decision Sciences*, 30, 83-106.
- Daily, C. M., & Schwenk, C. (1996). Chief executive officers, top management teams, and boards of directors: Congruent or countervailing forces? *Journal of Management*, 22, 185-208.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Certo, S. T., & Roengpitya, R. (2003). Meta-Analyses of financial performance and equity: fusion or confusion? *Academy of Management Journal*, 46(1), 13-26.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269-290.
- Dalton, R. D., Daily, M. C., Johnson, L. J. and Ellstrand, E. A. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674-687.
- Dalton, D.R., Hitt, M.A., Certo, S.T., & Dalton, C. M. (2007). The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control. *Academy of Management Annals*, 1, 1-64.

- Davidson, W. N., Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Nemeč, C. (2004). Earnings management following duality-creating successions: Ethnostatistics, impression management, and agency theory. *Academy of Management Journal*, 47, 267-275.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- Davis, G.E. & Thompson, T.A. (1994). A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 39, 141-163.
- DE (2012, Dezembro 10). 1000 Maiores empresas. *Diário Económico*, 5569, Suplemento, pp. 1-40.
- De Brucker, K., Macharis, C., & Verbeke, A. (2013). Multi-criteria analysis and the resolution of sustainable development dilemmas: A stakeholder management approach. *European Journal of Operational Research*, 224, 122-131
- Decreto-Lei n.º 76-A/2006. *Diário da República* n.º 63, Suplemento, Série I-A de 2006-03-29.
- Del Guercio, D., Dann, L. Y., & Partch, M. M. (2003). Governance and boards of directors in closed-end investment companies. *Journal of Financial Economics*, 69(1), 111-152.
- Demb, A., & Neubauer, F. F. (1992). *The corporate board: Confronting the paradoxes*. Oxford: Oxford University Press.
- Demsetz, H. (1964). The exchange and enforcement of property rights. *Journal of Law and Economics*, 3, 11-26.

- Demsetz, H. (1966). Some aspects of property rights. *Journal of Law and Economics*, 19, 61-70.
- Demsetz, H. (1967). Towards a theory of property rights. *The American Economic Review*, 57(2), 347-359.
- Dess, G. G., & Robinson, R. B., Jr. (1984). Measuring organizational performance in the absence of objective measures: The case of the privately-held firm and conglomerate business unit. *Strategic Management Journal*, 5(3), 265-273.
- Deutsch, Y. (2005). The impact of board composition on firms' critical decisions: A meta-analytic review. *Journal of Management*, 31, 424-444.
- Dimma, W. A. (1996). The board's role in corporate strategy. *Corporate Board*, 17(98), 1-4.
- Dobrzynski, J. (1991, November 17). Chairman and CEO: One hat too many. *Business Week*. Obtido através de <http://www.businessweek.com/stories/1991-11-17/chairman-and-ceo-one-hat-too-many> .
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15(3), 369-381.
- Donaldson, L. (2008). Ethics problems and problems with ethics: Toward a pro-management theory. *Journal of Business Ethics* 78, 299-311.

- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1994). Boards and company performance – Research challenges the conventional wisdom. *Corporate Governance: An International Review*, 2, 151-160.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Dow, J., & Raposo, C. C. (2005). CEO compensation, change, and corporate strategy. *Journal of Finance*, 60(6), 2701-2727.
- Dulewicz, V., & Herbert, P. (2004). Does the composition and practice of boards of directors bear any relationship to the performance of their companies? *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 263-280.
- Dye, R.W. (2003). Keeping score. *CMA Management*, 76(9), 18-23.
- ecoDa 2010. *Corporate governance guidance and principles for unlisted companies in Europe*. Brussels: European Confederation of Directors' Associations (ecoDa).
- Edwards, J. R., & Bagozzi, R. P. (2000). On the nature and direction of relationships between constructs and measures. *Psychological Methods*, 5(2), 155-174
- Eggertsson, T. (1993). The economics of institutions: Avoiding the open-field syndrome and the perils of path. *Acta Sociologica*, 36(3), 223-237.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.

- Eklund, J.E., Palmberg, J., & Wiberg, D. (2009). Ownership structure, board composition and investment performance [Working Paper No. 172]. *Centre of Excellence for Science and Innovation Studies*. Obtido através de <http://papers.cesis.se/CESISWP172.pdf>.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO duality really affect corporate performance? *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1203-1214.
- Estes, R. M. (1980). Corporate governance in the courts. *Harvard Business Review*, 58, 50-64.
- Expresso (2012, Outubro 3). Contribuintes pagam 3,4 mil milhões de euros no caso BPN. *O Expresso*. Obtido através de <http://expresso.sapo.pt/contribuintes-pagam-34-mil-milhoes-de-euros-no-caso-bpn=f757528#ixzz28KIGYm3D>.
- Faleye, O. (2007). Does one hat fit all? The case of corporate leadership structure. *Journal of management and governance*, 11, 239-259.
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial Economics*, 101, 160-181.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.

- Ferrero-Ferrero, I., Fernández-Izquierdo, M. A., & Muñoz-Torres, M. J. (2012). The impact of the board of directors' characteristics on corporate performance and risk-taking before and during the global financial crisis. *Review of Managerial Science*, 6(3), 207-226.
- Fiegner, M. K., (2005). Determinants of board participation in the strategic decisions of small corporations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, September, 627-650.
- Filatotchev, I., & Boyd, B. K. (2009). Taking stock of corporate governance research while looking to the future. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 257-265.
- Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Finkelstein, S., & Mooney, A. C. (2003). Not the usual suspects: How to use board process to make boards better. *Academy of Management Executive*, 17(2), 101-113.
- Fich, E. M., & Slezak, S. L. (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30, 225-251.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24, 489-506.
- Ford, R. H. 1988. Outside directors and the privately owned firm: Are they necessary? *Entrepreneurship Theory and Practice*, 13(1), 49-57.

- Fornell, C., & Larcker, D. F. (1981). Evaluating Structural Equations Models with Unobservable Variables and Measurement Error. *Journal of Marketing Research*, 18(February), 39-50
- Freeman, R. E. (1984), *Strategic management: A stakeholder's approach*. Pitman: Boston, MA.
- Freeman, R. E., & Evan, W. M. (1990). Corporate governance: A stakeholder interpretation. *The Journal of Behavioral Economics*, 19(4), 337–359.
- Freeman, R. E., & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders: A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106.
- Fried, V. H., Bruton, G. D., & Hisrich, R. D. (1998). Strategy and the board of directors in venture capital-backed firms. *Journal of Business Venturing*, 13, 493-503.
- Furubotn, E. G., & Pejovich, S. (1974). *The economics of property rights*. Ballinger: Cambridge, MA.
- Gabrielsson, J., & Winlund, H. (2000). Boards of directors in small and medium-sized industrial firms: Examining the effects of the board's working style on board task performance. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*, 12(4), 311-330.
- Gales, L., & Kesner, I. (1994). An analysis of board of director size and composition in bankrupt organizations. *Journal of Business Research*, 30, 271-282.

- Garcia, M. T., Barros, C., & Silvestre, A. (2011). Saving behaviour: Evidence from Portugal. *International Review of Applied Economics*, 25(2), 225-238.
- García-Sánchez, I-M. (2010). The effectiveness of corporate governance: Board structure and business technical efficiency in Spain. *Central European Journal of Operations Research*, 18(3), 311-339.
- Gentry, R. J. & Shen, W. (2010). The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: How strong is it? *Journal of Managerial Issues*, 22(4), 514-530
- Global Corporate Governance Forum (2010, February). *Improving bank's corporate governance practices in southeast Europe*. Forum, EBRD, and IFC joint efforts to help financial institutions, regulators adopt best practices for conducting business. Obtido através de [http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/LLFeb2010/\\$FILE/IFC_February2010LL_Brochure_Final.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/LLFeb2010/$FILE/IFC_February2010LL_Brochure_Final.pdf).
- Golden, B. R., & Zajac, E. J. (2001). When will boards influence strategy? Inclination X power = strategic change. *Strategic Management Journal*, 22, 1087-1111.
- Gomez, P-Y, & Korine, H. (2005). Democracy and the Evolution of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 739-752.
- Gomez-Mejia, L. & Wiseman, R. M. (1997). Reframing executive compensation: An assessment and outlook. *Journal of Management*, 23(3), 291-374.
- Goodstein, J., & Boeker, W. (1991). Turbulence at the top: A new perspective on governance structure changes and strategic change. *Academy of Management Journal* 34, (2), 306-330.

- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal* 15(3), 241-250.
- Graziano, C., & Luporini, A. (2005). Ownership Concentration, Monitoring and Optimal Board Structure [Working paper 14.2005]. *The Fondazione Eni Enrico Mattei*. Obtido através de <http://www.feem.it/Feem/Pub/Publications/WPapers/default.htm> .
- Grossman, S., & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: A theory of vertical integration and lateral integration. *The Journal of Political Economy*, 94, 691-719
- Guest, P. M. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14, 51-72.
- Hair, J. F. Jr., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). *Multivariate data analysis* (7th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Hamann, P. M., Schiemann, F., Bellora, L., & Guenther, T. W. (2013). Exploring the dimensions of organizational performance: A construct validity study. *Organizational Research Methods*, 16(1), 67-87.
- Hambrick, D. C., & D'Aveni, R. (1992). Top team deterioration as part of the downward spiral of large corporate bankruptcies. *Management Science*, 38, 1445-1466.
- Hambrick, D. C. & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.

- Hambrick, D. C., Werder, A.V., & Zajac, E. J. (2008). New directions in corporate governance research. *Organization Science*, 19(3), 381-385.
- Haniffa, R., & Hudaib, M. (2006). Corporate governance structure and performance of Malaysian listed companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 1034-1062.
- Harris, J., & Bromiley, P. (2007). Incentives to cheat: The influence of executive compensation and firm performance on financial misrepresentation. *Organization Science*, 18(3), 350-367.
- Harrison, J. R., Torres, D. L., & Kukalis, S. (1988). The changing of the guard: Turnover and structural change in the top management positions. *Administrative Science Quarterly*, 33(2), 211-232.
- Hart, S. L. (1992). An integrative framework for strategy-making processes. *The Academy of Management Review*, 17(2), 327-351.
- Hart, O., & Moore, J. (1990). Property rights and the nature of the firm. *The Journal of Political Economy*, 98, 1119-1158.
- Haunschild, P. R. (1993). Interorganizational imitation: The impact of interlocks on corporate acquisition activity. *Administrative Science Quarterly*, 38(4), 564-592.
- Haunschild, P. R., & Beckman, C. M. (1998). When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly*, 43, 815-844.

- Helland, E., & Sykuta, M. (2005). Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? *The Financial Review*, 40, 155-172.
- Helmer, H. W. (1996). A director's role in strategy. *Directors & Boards*, 20, 22-25.
- Hendry, K., & Kiel, G. C. (2004). The role of the board in firm strategy: integrating agency and organizational control perspectives. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 500-520.
- Hendry, K. P., Kiel, G. C., & Nicholson, G. (2010). How boards strategise: A strategy as practice view. *Long Range Planning*, 43, 33-56.
- Henke, J. W. (1986). Involving the directors in strategic planning. *Journal of Business Strategy*, 7(2), 87-95.
- Hermalin, B. E., & Weisbach M. S. (1988). The determinants of board composition. *RAND Journal of Economics*, 19, 589-606.
- Hermalin, B. E., & Weisbach M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *The Journal of the Financial Management Association*, 20(4), 101-112.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review* 88, 96-118.
- Hermalin, B. E., & Weisbach M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic evidence. *Economic Policy Review*, 9, 7-26.

- Herman, E. S. (1981). *Corporate Control. Corporate Power*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hill, C. W., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29, 131-154.
- Hill, C. W. L., & Snell, S. A. (1989). Effects of ownership and control on corporate productivity. *Academy of Management Journal*, 32(1), 25-46.
- Hill, S. (1995). The Social Organization of Boards of Directors. *British Journal of Sociology*, 46, 245-278.
- Hill, M., & Hill, R. (2006). *Investigação por questionário*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37, 235-255.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003), Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28, 383-396.
- Hillman, A. J., Nicholson, G., & Shropshire, C. (2008). Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision. *Organization Science*, 19(3), 441-456.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), 1404-1427.

- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 74-91.
- Horner, S. V. (2002, April). *Task Environment and Boards of Directors*. Paper session presented at the Annual Conference Midwest Academy of Management, Indianapolis.
- Horner, S. V. (2010). Board power, CEO appointments and CEO duality. *Academy of Strategic Management Journal*, 9(2), 43-58.
- Hu, L., & Bentler, P.M. (1998). Fit indices in covariance structure modeling: Sensitivity to underparameterized model misspecification. *Psychological Methods* 3(4), 424-453.
- Hu, L., & Bentler, P.M. (1999). Cutoff criteria for fit indexes in covariance structure analysis: Conventional criteria versus new alternatives. *Structural Equation Modeling*, 6(1), 1-55.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance: An International Review*, 6(2), 101-111.
- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16, S65-S79.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation*. New York, NY: Cambridge University Press.
- Huse, M., Hoskisson, R., Zattoni, A., & Viganò, R. (2011). New perspectives on board research: Changing the research agenda. *Journal of Management and Governance*, 15, 5-28.

- Huse, M., Minichilli, A., & Schoning, M. (2005). Corporate boards as assets for operating in the new Europe: The value of process-oriented boardroom dynamics. *Organizational Dynamics*, 34(3), 285-297.
- Hutchinson, M., & Gul, F. A. (2004). Investment opportunity set, corporate governance practices and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 10, 595- 614.
- Ibrahim, D. M. (2008). Individual or collective liability for corporate directors? *Iowa Law Review*, 93(3), 929-971.
- INE (2011a). 1000 Maiores sociedades anónimas não financeiras, pedido ref^a PED-121167612 ao Instituto Nacional de Estatística. Extraído em 20.06.2011, através de http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_ped_informacao_list
- INE (2011b). 300 Maiores sociedades anónimas financeiras, pedido ref^a PED-117059957 ao Instituto Nacional de Estatística. Extraído em 14.04.2011, através de http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_ped_informacao_list
- Informa D&B 2013. *Tecido empresarial em Portugal 2012*. Descarregado da Internet através www.einforma.pt/images/tecido_empresarial.pdf em 26 de setembro 2013.
- Ingley, C. B., & Van der Walt, N. T. (2001). The strategic board: The changing role of directors in developing and maintaining corporate capability. *Corporate Governance: An International Review*, 9(3), 174-185.
- Ingley, C. B. & Van Der Walt, N. T. (2005). Do board processes influence director and board performance? Statutory and performance implications. *Corporate Governance: An International Review*, 13, 632-659.

- Ireland, R. D., Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. (2011). *The Management of Strategy: Concepts, 9 ed.* China: South-Western, Cengage Learning.
- Ivashkovskaya, I, & Stepanova, A. (2011). Does strategic corporate performance depend on corporate financial architecture? Empirical study of European, Russian and other emerging market's firms. *Journal of Management and Governance, 15*, 603-616.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review, 17*(4), 492-509.
- Jansen, J. P., Vera, D., & Crossan, M. (2009). Strategic leadership for exploration and exploitation: The moderating role of environmental dynamism. *The Leadership Quarterly, 20*, 5-18.
- Jansson, E. (2008). Deregulation, property rights, and legal system. *European Journal of Law and Economics, 26*, 187-211.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance, 48*(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*, 305-360.
- Jensen, M. C., & Zajac, E. J. (2004). Corporate elites and corporate strategy: How demographic preferences and structural position shape the scope of the firm. *Strategic Management Journal, 25*, 507-24.
- Johnson, J., Daily, C., & Ellstrand, A. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management, 22*(3), 409-438.

- Johnson, R. A., Hoskisson, R. E. & Hitt, M. A. (1993). Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics. *Strategic Management Journal*, 14, 33-50.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. *Academy of Management Review*, 20(2), 404-437.
- Jonsson, E. I. (2005). The role model of the board: A preliminary study of the roles of Icelandic boards. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 710-717.
- Judge, T. A., & Zeithaml, C. P. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, 35(4), 766-794.
- Judge, W. Q. (1994). Correlates of organizational effectiveness: A multilevel analysis of a multidimensional outcome. *Journal of Business Ethics*, 13, 1-10.
- Judge, W. Q., & Dobbins, G. H. (1995). Antecedents and effects of outside director's awareness of CEO decision style. *Journal of Management*, 21, 43-64.
- Kang, E., & Zardhoohi, A. (2005). Board leadership structure and firm performance. *Corporate Governance*, 13, 785-799.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (1994). Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *Journal of Financial Economics*, 36, 225-258.
- Kassinis, G., & Vafeas, N. (2002). Corporate boards and outside stakeholders as determinants of environmental litigation. *Strategic Management Journal*, 23(5), 399-415.

- Kaufman, A., & Englander, E. (2005). A team production model of corporate governance. *Academy of Management Executive*, 19, 9-22.
- Keenan, J. (2004). Corporate governance in U.K/USA boardrooms. *Corporate Governance: An International Review*, 12(2), 172-176.
- Kerr, J. L., & Werther, W. B. (2008). The next frontier in corporate governance: Engaging the board in strategy. *Organizational Dynamics*, 37(2), 112-124.
- Kesner, I. F. (1987). Directors' stock ownership and organizational performance: An investigation of Fortune 500 companies. *Journal of Management*, 13, 499-507.
- Kesner, I. F., & Johnson, R. B. (1990). Research notes and communications: An investigation of the relationship between board composition and stockholder suits. *Strategic Management Journal*, 11(4), 327-336.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2003). Board composition and corporate performance: How the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 189-207.
- Kim, J., & Mahoney, J. T. (2005). Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: An organizational economics approach to strategic management. *Managerial and Decision Economics*, 26, 223-242.
- Klein, P. G., Mahoney, J. T., McGahan, A. M., & Pitelis, C. N. (2012). Who is in charge? A property rights perspective on stakeholder governance. *Strategic Organization*, 10(3) 304-315.
- Kline, R. (2010). *Principles and practices of structural equation modeling* (3rd ed.). New York: Guilford Press.

- Knapp, J. R., Dalziel, T., & Lewis, M. W. (2011). Governing top managers: Board control, social categorization, and their unintended influence on discretionary behaviors. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 295-310.
- Kosnik, R. D. (1990). Effects of board demography and directors' incentive on corporate greenmail decisions. *Academy of Management Journal*, 33(1), 129-150.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate governance around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lane, P. J., Cannella, A. A., Jr., & Lubatkin, M. H. (1998). Agency problems as antecedents to unrelated mergers and diversification: Amihud and Lev reconsidered. *Strategic Management Journal*, 19, 555-578.
- Langevoort, D. C. (2001). The human nature of corporate boards: Law, norms, and the unintended consequences of independence and accountability. *The Georgetown Law Journal*, 89(4), 797-832.
- Laüter, J. (1978). Sample size requirements for the T^2 test of Manova (tables for one-way classification). *Biometrical Journal*, 20(4), 389-406.
- Lawrence, B. S. (1997). The black box of organizational demography. *Organizational Science*, 8, 1-22.
- Leblanc, R. W. (2004). What's wrong with corporate governance: A note. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 436-441.
- Leblanc, R., & Gillies, J. (2005). *Inside the boardroom: How boards really work and the coming revolution in corporate governance*. Toronto: Wiley.

- Leblanc, R., & Schwartz, M. S. (2007). The black box of board process: Gaining access to a difficult subject. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 843-851.
- Leeds, R. (2003). Breach of trust: Leadership in a market economy. *Harvard International Review*, 25(3), 76-82.
- Levräu, A., & Van den Berghe, L. A. A. (2007). *Corporate governance and board effectiveness: Beyond formalism* [Working Paper Series 2007/03]. *Faculteit Economie, Universiteit Gent*. Obtido através de <http://public.vlerick.com/Publications/9cad361f-6aa9-e011-8a89-005056a635ed.pdf>.
- Linck, J. S., Netter, J. M. & Yang, T.Y. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87, 308-328.
- Lincoln, Y.S., Lynham, S.A., & Guba, E.G. (2011). Paradigmatic controversies, contradictions, and emerging confluences, revisited. In N.K. Denzin & Y.S. Lincoln (eds.), *The SAGE Handbook of Qualitative Research* (4th Ed.) pp. 97-128. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Lorsch, J. W. (1995). Empowering the Board. *Harvard Business Review*, 73(1), 107-117.
- Lorsch, J. W., & MacIver, E. (1989). *Pawns or Potentates? The Reality of America's Corporate Boards*. Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Lubatkin, M. H. (2005). A theory of the firm only a microeconomist could love. *Journal of Management Inquiry*, 14, 213-216.
- Lynall, M. D., Golden, B. R., & Hillman, A. J. (2003). Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view. *Academy of Management Review*, 28(3), 416-431.

- Mace, M. L. (1971). *Directors: Myths and Reality*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Mace, M. L. (1972). The president and the board of directors. *Harvard Business Review*, 50(2), 37-49.
- Mainardes, E. W., Alves, H., & Raposo, M. (2011). Stakeholder theory: Issues to resolve. *Management Decision*, 49(2), 226-252.
- Mallette, P., & Fowler, K. L. (1992). Effects of board composition and stock ownership on the adoption of "poison pills". *Academy of Management Journal*, 35, 1010-1035.
- Manning, B. A. (1984). The business judgment rule in overview. *Ohio State Law Journal*, 45, 615-627.
- MARÔCO, J. (2010). *Análise de equações estruturais: Fundamentos teóricos, software & aplicações*. Portugal: Report Number.
- Maslow, A. H. (1970). *Motivation and personality*. New York: Harper & Row.
- McClelland, D. C. (1975). *Power: The inner experience*. New York: Irvington.
- McDonald, R. P. & Ho, M. R. (2002). Principles and practice in reporting structural equation analyses. *Psychological Methods*, 7(1), 64-82.
- McGregor, D. (1966). *Leadership and motivation*. Cambridge, MA: MIT Press.
- McKinsey (2006). What boards know about their companies. Mckinsey survey of business executives. *The McKinsey Quarterly*, February, 1-4.

- McKinsey (2008). Making the board more strategic: A Mckinsey global survey. *The McKinsey Quarterly, February*, 1-10.
- McNulty, T., & Pettigrew, A. (1999). Strategists on the board. *Organization Studies*, 20(1), 47-74.
- Meisel, N. (2004). *Governance culture and development: A different perspective on corporate governance*. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development - Development Centre Studies.
- Mertens, D. M. (2010). *Research and evaluation in education and psychology: Integrating diversity with quantitative, qualitative, and mixed methods* (3rd ed.). Thousand Oaks, CA: Sage.
- Miller, H. R. (1993). Corporate governance in chapter 11: The fiduciary relationship between directors and stockholders of solvent and insolvent corporations. *Seton Hall Law Review*, 23, 1467-1515.
- Mintzberg, H. (1983). *Power in and around organizations*. Engelwood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997). Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *Academy of Management Review*, 22(4), 853-886.
- Mizruchi, M. S. (1983). Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations. *Academy of Management Review*, 8(3), 194-210.

- Mizruchi, M. S. (1996). What do interlocks do? An analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. *Annual Review of Sociology*, 22(1), 271-298.
- Mizruchi, M. S., & Stearns, L. B. (1988). A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. *Administrative Science Quarterly*, 33, 194-210.
- Mizruchi, M. S., & Stearns, L. B. (1994). A longitudinal study of borrowing by large American corporations. *Administrative Science Quarterly*, 39, 118-140.
- Molz, R. (1988). Managerial domination of boards of directors and financial performance. *Journal of Business Research*, 16, 235-249.
- Monks, R. A. G. (2011). Governance at a crossroads: A personal perspective. *International Journal of Disclosure and Governance*, 8 (1), 62-76.
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (1996). *Watching the Watchers*. Cambridge, MA: Blackwell Publishers.
- Monks, R. A. G., & Minow, N. (2008). *Corporate Governance*. West Sussex: John Wiley and Sons.
- Muth, M. M. & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6, 5-28.
- NACD Blue Ribbon Commission (2005). *Report of the NACD blue ribbon commission on director professionalism*. Washington, D.C: The National Association of Corporate Directors.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2004a). A framework for diagnosing board effectiveness. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 442-460.

- Nicholson, G. J. & Kiel, G. C. (2004b). Breakthrough board performance: how to harness your board's intellectual capital. *Corporate Governance*, 4(1), 5-23.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 585-608.
- Nicholson, G., & Newton, C. (2010). The role of the board of directors: Perceptions of managerial elites. *Journal of Management & Organization*, 16(2), 204-218.
- Norburn, D., & Grinyer, P. H. (1974). Directors without direction. *Journal of General Management*, 1, 30-39.
- NYSE Euronext. (2012). *Portal da NYSE Euronext*, acedido em 12/11/2012 através de <https://europeanequities.nyx.com/pt-pt>
- O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, 28, 387-399.
- OECD (2004). *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris: Organization for Economic Co-operation and Development.
- OECD Steering Group on Corporate Governance (2010). *Corporate Governance and the Financial Crisis*. Obtido através de <http://www.oecd.org/dataoecd/53/62/44679170.pdf>.
- OECD (2011). *Board practices: Incentives and governing risks*. Paris: Organization for Economic Co-operation and Development.

- Ong, C. H., & Wan, D. (2008). Three conceptual models of board role performance. *Corporate Governance*, 8(3), 317-329.
- Palmer, D., Jennings, D. & Thou, X. (1993). Late adoption of the multidivisional form by large U.S. corporations: Institutional, political, and economic accounts. *Administrative Science Quarterly*, 38(1), 100-131.
- Patton, A., & Baker, J. C. (1987). Why won't directors rock the boat? *Harvard Business Review*, 65, 10-18.
- Pearce, J. A. II & Zahra, S. A. (1991). The relative power of CEOs and boards of directors: Associations with corporate performance. *Strategic Management Journal*, 12, 135-153.
- Pearce, J. A. II, & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.
- Peter, J.P. (1981). Construct validity: A review of basic issues and marketing practices. *Journal of Marketing Research*, 18(May), 133-145.
- Pettigrew, A. M. (1992). On studying managerial elites. *Strategic Management Journal*, 13(special issue), 163-182.
- Pettigrew, A. M., & McNulty, T. (1995). Power and influence in and around the boardroom. *Human Relations*, 48(8), 845-873.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-229.

- Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: A study of organization environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18, 349-364.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Phillips, D.C. & Burbules, N.C. (2000). *Postpositivism and Educational Research*. Lanham: Rowman & Littlefield.
- Pitcher, P., Chreim, S., & Kisfalvi, V. (2000). CEO succession research: Methodological bridges over troubled waters. *Strategic Management Journal*, 2, 625-648.
- Platt, H., & Platt, M. (2010). Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research*, 65, 1139-1143.
- Podsakoff, N., Shen, W., & P. Podsakoff, P. (2006). The role of formative measurement models in strategic management research: Review, critique, and implications for future research." In D. Ketchen and D. Bergh (Eds.) in *Research Methodology in Strategy and Management (vol 2, p.p. 197-252)*. Oxford, UK: Elsevier Ltd.
- Posner, B. Z., & Schmidt, W. H. (1992). Values and the American manager: An update updated. *California Management Review*, 34(3), 80-94.
- Pound, J. (1995). The Promise of the Governed Corporation, *Harvard Business Review*, 73, 89-98.
- Prabowo, M., & Simpson, J. (2011). Independent directors and firm performance in family controlled firms: Evidence from Indonesia. *Asian-Pacific Economic Literature*, 25(1), 121-132.

- Provan, K. G. (1980). Recognizing, measuring, and interpreting the potential/enacted power distinction in organizational research. *Academy of Management Review*, 5, 549-560.
- Pugliese, A., Bezemer, P., Zattoni, A., Huse, M., Bosch, F.A.J.V., & Volberda, H.W., (2009). Boards of directors' contribution to strategy: A literature review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 292-306.
- Pugliese, A., & Wenstøp, P. Z. (2007). Board members' contribution to strategic decision-making in small firms. *Journal of Management Governance*, 11, 383-404.
- Pye, A., & Pettigrew, A. (2005). Studying board context, process and dynamics: Some challenges for the future. *British Journal of Management*, 16(Special Supplement), S27-S38.
- Raber, R.W. (2003). The role of good corporate governance in overseeing risk. *Corporate Governance Advisor*, 11(2), 11-16.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: A theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-306.
- Ravasi, D., & Zattoni, A. (2006). Exploring the political side of board involvement in strategy: A study of mixed-ownership institutions. *Journal of Management Studies*, 43(8), 1671-1702.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1989). The Impact of CEO as board chairperson on corporate performance: Evidence vs. rhetoric. *Academy of Management Executive*, 3(2), 141-143.

- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.
- Rhemtulla, R., Brosseau-Liard, P. E., & Savalei, V. (2012). When can categorical variables be treated as continuous? A comparison of robust continuous and categorical SEM estimation methods under suboptimal conditions. *Psychological Methods*, 17(3), 354-373.
- Rhoades, D. L., Rechner, P. L., & Sundaramurthy, C. (2000). Board composition and financial performance: A meta-analysis of the effects of executive and institutional ownership. *Journal of Managerial Issues*, 12, 76-91.
- Rhodes, J. D. (1999). The challenges of governance in the global marketplace: Satisfying shareholders. *Pharmaceutical Executive*, 19, 86-91.
- Richard, P. J., Devinney, T. M., Yip, G. S., & Johnson, G. (2009). Measuring organizational performance: Towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35(3), 781-804.
- Rindova, V. P. (1999). What corporate boards have to do with strategy: A cognitive perspective. *Journal of Management Studies*, 36(7), 953-975.
- Robinson, J.P., Shaver, P. R., & L. S. Wrightsman, L.S. (1991). Criteria for Scale Selection and Evaluation. In *Measures of Personality and Social Psychological Attitudes*, J. P. Robinson, P.R. Shaver, and L. S. Wrightsman (eds.). San Diego, CA: Academic Press.

- Rodriguez, G. C., Espejo, C. A. D., & Cabrera, R. V. (2007). Incentives management during privatization: An agency perspective. *Journal of Management Studies*, 44(4), 536-560.
- Rosenstein, J. (1987). Why don't U.S. boards get more involved in strategy? *Long Range Planning*, 20(3), 20-34.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175-191.
- Ross, A., & Crossan, K. (2012). A review of the influence of corporate governance on the banking crises in the United Kingdom and Germany. *Corporate Governance*, 12(2), 215-225.
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: The principal's problem. *The American Economic Review*, 63, 134-139.
- Rowley, T. J. (1997). Moving beyond dyadic ties: A network theory of stakeholder influences. *Academy Management Review*, 22(4), 887-910.
- Ruigrok, W., Peck, S. I. & Keller, H. (2006). Board characteristics and involvement in strategic decision-making: Evidence from Swiss companies. *Journal of Management Studies*, 43(5), 1201-1226.
- Rumelt, R., Schendel, D., & Teece, D. (1994). *Fundamental issues in strategy*. Boston, MA: Harvard Business School Press.

- Salacuse, J. W. (2003). *The global negotiator: Making, managing, and mending deals around the world in the twenty-first century*. New York: Palgrave Macmillan.
- Schellenger, M. H., Wood, D. D., & Tashakori, A. (1989). Board of director composition, shareholder wealth and dividend policy. *Journal of Management*, 15, 457-467.
- Schmidt, S. L., & Brauer, M. (2006). Strategic governance: How to assess board effectiveness in guiding strategy execution. *Corporate Governance: An International Review*, 14(1), 13-22.
- Schumacker, R. E., & Lomax, R. G. (2004). *A beginner's guide to structural equation modeling*. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates.
- Schwab, D. P. (2005). *Research methods for organizational studies* (2nd ed.). Mahwah, NJ: Erlbaum.
- Selznick, A. (1949). *TVA and the grass roots*. Berkeley: University of California Press.
- Sener, I., Varoglu, A., & Aren, S. (2011). Board composition and organizational performance: Environmental characteristics matter. *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 24, 1481-1493.
- Shen, W. (2003). The dynamics of the CEO-board relationship: An evolutionary perspective. *Academy of Management Review*, 28, 466-476.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.

- Shook, C., Ketchen, D., Hult, T. M. & Kacmar, K. M. (2004). An assessment of the use of structural equation modeling in strategic management research. *Strategic Management Journal*, 25, 397-404.
- Smale, J. G., Patricof, A. J., Henderson, D., Marcus, B., & Johnson, D. W. (1995). Redraw the line between the board and the CEO. *Harvard Business Review*, 73(2), 153-164.
- Smith, A. (1776). *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. London: George Routledge and Sons.
- Solomon, J. (2010). *Corporate governance and accountability 3 ed.* Chichester: John Wiley and Sons Ltd.
- Sonnenfeld, J. A. (2002). What makes great boards great. *Harvard Business Review*, 80(9), 106-113.
- Spence, M., & Zeckhauser, R. (1971). Insurance, information, and individual action. *The American Economic Review*, 61, 380-387.
- Stearns, L. B., & Mizruchi, M. S. (1993). Board composition and corporate financing: The impact of financial institution representation on borrowing. *Academy of Management Journal*, 36, 603-618.
- Stiles, P. (2001). The impact of the board on strategy: An empirical examination. *Journal of Management Studies*, 38(5), 627-650.
- Stiles, P., & Taylor, B. (2001). *Boards at work: How directors view their roles and responsibilities*. Oxford: Oxford University Press.

- Suddaby, R. (2010). Editors comments: Construct clarity in theories of management and organization. *Academy of Management Review*, 35(3), 346-357.
- Sundaramurthy, C., & Lewis, M. (2003). Control and collaboration: Paradoxes of governance. *Academy of Management Review*, 28, 397-415.
- Sutton, R. I., & Callahan, A. L. (1987). The stigma of bankruptcy: Spoiled organizational image and its management. *Academy of Management Journal*, 30, 405-436.
- Tabachnick, B. G., & Fidell, L. S. (2007). *Using multivariate statistics* (5th ed.). New York, NY: Allyn and Bacon.
- Tashakori, A., & Boulton, W. R. (1983). A look at the board's role in planning. *Journal of Business Strategy*, 3(3), 64-70.
- The Korn/Ferry Institute (2009). *34th annual board of directors study*. Boston: The Korn/Ferry Institute.
- Timm, N. H. (2002). *Applied multivariate analysis*. New York: Springer
- Timmerman, M. E, & Lorenzo-Seva, U. (2011). Dimensionality Assessment of Ordered Polytomous Items With Parallel Analysis. *Psychological Methods*, 16(2), 209-220.
- Tricker, B. (2000). Editorial: Corporate governance - the subject whose time has come. *Corporate Governance: An International Review*, 8(4), 289-296.
- Tricker, R. I. B. (1999). The board's role in strategy making. *Chartered Secretary*, December, 8-11.

- Vafeas, N., & Theodorou, E. (1998). The relationship between board structure and firm performance in the UK. *The British Accounting Review*, 30(4), 383-407.
- van den Berghe, L. A. A., & Baelden, T. (2005). The monitoring role of the board: One approach does not fit all. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 680-690.
- van den Heuvel, J., Van Gils, A., & Voordeckers, W. (2006). Board roles in small and medium-sized family businesses: Performance and importance. *Corporate Governance: An International Review*, 14(5), 467-485.
- van Ees, H., & Postma, Theo J. B. M. (2004). Dutch boards and governance: A comparative institutional analysis of board roles and member (s)election procedures. *International Studies of Management & Organization*, 34(2), 90-112.
- Venkatraman, N., & Ramanujam, V. (1986). Measurement of business performance in strategy research: A comparison of approaches. *Academy of Management Review*, 11, 801-814.
- Villiers, C., Naiker, V., & van Staden, C. J. (2011). The Effect of Board Characteristics on Firm Environmental Performance. *Journal of Management*, 37(6), 1636-1663.
- Wagner, J. A., Stimpert, J. L., & Fubara, E. I. (1998). Composition and board organizational performance: Two studies of insider/outsider effects. *Journal of Management Studies*, 35, 655-677.
- Walker, L. W. (1999). Governing board, know thyself: Self-assessment is the basis for high performance. *Trustee*, 52, 14-19.

- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
- Westphal, J. D. (1999). Collaboration in the boardroom: The consequences of social ties in the CEO/board relationship. *Academy of Management Journal* 42(1), 7-24.
- Westphal, J. D., & Stern, I. (2006). The other pathway to the boardroom: How interpersonal influence behavior can substitute for elite credentials and demographic majority status in gaining access to board appointments. *Administrative Science Quarterly*, 51, 267-288.
- Wheelen, T. L., & Hunger, J. D. (2012). *Strategic Management and Business Policy 13 ed.* New Jersey: Pearson Education Inc.
- Wilks, S. S. (1932). Certain Generalizations in the Analysis of Variance. *Biometrika* 24(3/4): 471-494.
- Williams, M. A., Michael, T. B., & Waller, E. R. (2008). Managerial incentives and acquisitions: a survey of the literature. *Managerial Finance*, 34(5), 328-341.
- Williams, L. J., Vandenberg, R. J. & Edwards, J. R. (2009). Structural Equation Modeling in Management Research: A Guide for Improved Analysis. *The Academy of Management Annals*, 3(1), 543-604.
- Williamson, O. (1984). Corporate governance. *The Yale Law Journal*, 93, 1197-1230.
- Wit, B., & Meyer, R. (2010). *Strategy: Process, content, context. 4 ed.* Zrinski, Croatia: Cengage Learning EMEA.

- Wong, S. C. Y. (2011). Boards: When practice isn't enough. *The Mckinsey Quarterly*, June, 1-7.
- Worrell, D. L., Nemec, C., & Davidson, W. N. (1997). One hat too many: Key executive plurality and shareholder wealth. *Strategic Management Journal*, 18(6), 499-507.
- Yammeesri, J., & Herath, S. K. (2010). Board characteristics and corporate value: Evidence from Thailand. *Corporate Governance*, 10(3), 279-292.
- Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.
- Young, D. (2006). The Real Agenda: Corporate governance and performance. *Accountancy Ireland*, 38(3), 32-33.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15, 291-334.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1990). Determinants of board directors' strategic involvement. *European Management Journal*, 8, 164-173.
- Zajac, E.J. (1988). Interlocking directorates as an interorganizational strategy: A test of critical assumptions. *Academy of Management Journal*, 31, 428-438.
- Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (2004). The social construction of market value: Institutionalization and learning perspectives on stock market reactions. *American Sociological Review*, 69, 433-457.
- Zald, M. N. (1967). Urban differentiation, characteristics of boards of directors, and organizational effectiveness. *American Journal of Sociology*, 73, 261-272.

Zald, M. N. (1969). The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis. *American Journal of Sociology*, 74, 97-111.

Zona, F., & Zattoni, A. (2007). Beyond the black box of demography: Board processes and task effectiveness within Italian firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 852-864.

Anexo

Questionário enviado para as empresas, por via eletrónica, para a análise quantitativa.



C17. A sua empresa é a empresa-mãe?

Yes

No

Section D: Participação no capital social da empresa

Por favor, indique a percentagem de participação no capital social da empresa, dos seguintes ACIONISTAS FINAIS NA CADEIA DE CONTROLO, conforme Assembleia-geral de apreciação do Relatório e Contas de 2010 (a soma deverá ser 100%).

D1.

**Independente é: a) Não ter qualquer ligação adicional à empresa ou ao grupo, quer como colaborador/gestor ou seu cônjuge, quer com alguma relação comercial; b) não ser titular ou actuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade; c) não ter sido reeleito por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada; d) não ser cônjuge, parente e afim na linha recta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de pessoas referidas nas alíneas b) e c).*

Presidente e administradores do órgão de gestão da empresa no dia-a-dia	
Administradores não independentes*, excepto Presidente, do Conselho de Administração ou Conselho Geral e de Supervisão.	
Administradores independentes*, excepto Presidente, do Conselho de Administração ou Conselho Geral e de Supervisão.	
Indivíduo, família ou Holding familiar com relação de domínio.	
Dois, três indivíduos ou famílias (Holding familiar) com relação de domínio.	
Fundos de pensões, Fundos mútuos, Fundações ou Instituições S/Pins Lucrativos.	
Bancos, Companhias de Seguros, Fundos de Investimento.	
Fundos de pensões de empresas, Corretoras, Sociedades de aconselhamento financeiro.	
Sociedades de capital de risco (incluindo business angels).	
Empresas agrícolas, industriais, comerciais, serviços, SGPS.	
Administração pública central ou local.	
Outros particulares.	
Outros.	



D2. Conselho de Administração / Conselho Geral e de Supervisão

**Independente é: a) Não ter qualquer ligação adicional à empresa ou ao grupo, quer como colaborador/gestor ou seu cônjuge, quer com alguma relação comercial; b) não ser titular ou actuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade; c) não ter sido reeleito por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada; d) não ser cônjuge, parente e afim na linha recta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de pessoas referidas nas alíneas b) e c).*

Presidente e administradores do órgão de gestão da empresa no dia-a-dia	
Presidente e administradores não independentes* do Conselho de Administração ou Conselho Geral e de Supervisão.	
Presidente e administradores independentes* do Conselho de Administração ou Conselho Geral e de Supervisão	
Indivíduo, família ou Holding familiar com relação de domínio.	
Dois, três indivíduos ou famílias (Holding familiar) com relação de domínio.	
Fundos de pensões, Fundos mútuos, Fundações ou Instituições S/Fins Lucrativos.	
Bancos, Companhias de Seguros, Fundos de Investimento.	
Fundos de pensões de empresas, Corretoras, Sociedades de aconselhamento financeiro.	
Sociedades de capital de risco (incluindo business angels).	
Empresas agrícolas, industriais, comerciais, serviços, SGPS.	
Administração pública central ou local.	
Outros particulares.	
Outros.	

Section E: Orientação estratégica da empresa

E1. Por favor indique, nos últimos 3 anos, qual tem sido a orientação geral da empresa

Para as Instituições de Crédito: Juros e proventos similares. Para as Seguradoras: Prémios adquiridos líquidos de resseguro

- Manutenção do volume de negócios
- Crescimento do volume de negócios por via orgânica
- Crescimento do volume de negócios por via de aquisições, joint-ventures ou fusões
- Reestruturação com redução de custos e do volume de negócios



Section F: Nível de intervenção do Conselho de Administração ou Conselho Geral e de Supervisão.

F1. Por favor, indique o nível de intervenção do Conselho de Administração ou Conselho Geral e de Supervisão.

	Nunca	Poucas vezes	Algumas vezes	Muitas vezes	Sempre
Aprova a visão estratégica da empresa.	<input type="checkbox"/>				
Participa activamente na definição do (s) negócio (s) em que a empresa compete e os respectivos tipos de clientes a atingir.	<input type="checkbox"/>				
Aprova o(s) negócio(s) em que a empresa compete e os respectivos tipos de clientes a atingir.	<input type="checkbox"/>				
Participa activamente na definição dos objectivos de médio/longo prazo da empresa	<input type="checkbox"/>				
Aprova os objectivos de médio/longo prazo da empresa.	<input type="checkbox"/>				
Participa activamente na escolha das estratégias de aquisições/desinvestimentos, internacionalização, alianças ou as reestruturações internas da empresa.	<input type="checkbox"/>				
Aprova as estratégias de aquisições/desinvestimentos, internacionalização, alianças ou as reestruturações internas da empresa.	<input type="checkbox"/>				
Aprova a estrutura organizacional da empresa,	<input type="checkbox"/>				
Aprova os orçamentos operacional e de investimento da empresa.	<input type="checkbox"/>				
Analisa trimestral, ou mais regularmente, a performance da empresa e a execução da estratégia.	<input type="checkbox"/>				
Analisa o relatório de gestão e as contas do exercício da empresa.	<input type="checkbox"/>				
Fiscaliza a eficácia do sistema de gestão de riscos, do sistema de controlo interno e do sistema de auditoria interna da empresa.	<input type="checkbox"/>				
Faz uma análise anual, ou mais regularmente, da sua própria performance e de cada um dos seus Administradores.	<input type="checkbox"/>				
Contribui activamente como canal de comunicação e difusão de informação, com o meio ambiente externo da empresa.	<input type="checkbox"/>				
Contribui activamente para a obtenção de recursos críticos para a empresa, nomeadamente financeiros ou outros recursos materiais e imateriais.	<input type="checkbox"/>				
Contribui activamente para a representação externa e lobby da empresa.	<input type="checkbox"/>				



Section G: Importância das áreas do meio ambiente externo

G1. Por favor, indique a importância para a empresa, das seguintes áreas do seu meio ambiente externo

	Sem importância	Pouca importância	Alguma importância	Muita importância	Máxima importância
Fornecedores	<input type="checkbox"/>				
Clientes	<input type="checkbox"/>				
Concorrentes	<input type="checkbox"/>				
Tecnologia	<input type="checkbox"/>				
Demográfico/Sociocultural	<input type="checkbox"/>				
Economia	<input type="checkbox"/>				
Político/Legal	<input type="checkbox"/>				

Section H: Previsibilidade das áreas do meio ambiente externo da empresa

H1. Por favor, indique o grau de previsibilidade para a empresa, das seguintes áreas do seu meio ambiente externo

	Previsível	Pouco previsível	Alguma imprevisibilidade	Bastante imprevisível	Imprevisível
Fornecedores	<input type="checkbox"/>				
Clientes	<input type="checkbox"/>				
Concorrentes	<input type="checkbox"/>				
Tecnologia	<input type="checkbox"/>				
Demográfico/Sociocultural	<input type="checkbox"/>				
Economia	<input type="checkbox"/>				
Político/Legal	<input type="checkbox"/>				

