

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Impacto de Características de Governo das Sociedades no Desempenho das Principais Empresas Ibéricas (2018-2022)

Joana Margarida Ventura Santos

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientador:

Professor Doutor Ilídio Tomás Lopes, Prof. Auxiliar
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

setembro, 2024



BUSINESS
SCHOOL

Departamento de Contabilidade

**Impacto de Características de Governo das Sociedades no
Desempenho das Principais Empresas Ibéricas (2018-2022)**

Joana Margarida Ventura Santos

Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão

Orientador:

Professor Doutor Ilídio Tomás Lopes, Prof. Auxiliar
ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa

setembro, 2024

“Aquele que não prevê as coisas longínquas, expõe-se a desgraças próximas” - Confúcio

Agradecimentos

O desenvolvimento de uma dissertação de mestrado é um processo complexo e desafiante. Pessoalmente, significa o culminar de um percurso académico de 5 anos, cheio de alegrias, mas também cheio de obstáculos que foram ultrapassados com o incentivo e palavras de carinho que todos os que me acompanharam durante esta caminhada me transmitiram.

Agradeço ao meu orientador Doutor Ilídio Tomás Lopes pelo apoio, disponibilidade e por todos os conselhos que foram muito importantes para o desenrolar e para a conclusão deste ciclo.

Aos meus pais, Rogério e Margarida, que sempre me guiaram e que sempre me proporcionaram tudo e o melhor para conseguir alcançar os meus sonhos e ambições.

À minha irmã, Mariana, e ao David por todas as chamadas, abraços e passeios para “quebrar” os momentos de maior pressão neste processo.

Ao Francisco que sempre, longe ou perto, me acompanhou, incentivou a dar o meu melhor, a não desistir e a gerir todos os desafios diários a que me comprometi.

A todos os meus amigos e colegas de mestrado, que sempre me ouviram e apoiaram nos dias mais difíceis e que contribuíram para encontrar a força e coragem necessárias para a conclusão deste ciclo.

À minha família.

Aos meus anjos da guarda.

Muito obrigada a todos!

Resumo

A presente dissertação estuda o impacto de características de governo das sociedades no desempenho das empresas cotadas nos índices bolsitas de Portugal (PSI) e Espanha (IBEX 35) no período de 2018 a 2022. Desta forma, procedeu-se à análise e recolha de dados nos relatórios de 46 sociedades, um total de 230 observações, cuja informação foi obtida nos *websites* oficiais das sociedades, entre outros, de acordo com o estudado na revisão da literatura. Posteriormente, toda a informação estatística, e conseqüente conceção dos modelos estatísticos, foi tratada recorrendo ao *software* SPSS. Foram estruturados e implementados dois modelos de regressão linear múltipla para verificar em que medida é que a dimensão, a proporção de mulheres, a proporção de membros independentes, a proporção de membros não executivos e o número de reuniões anuais, entre outras características, são explicativas de dois indicadores de desempenho, o ROA e o *Turnover*. Os resultados evidenciam que quando o desempenho é avaliado pelo ROA, o mesmo é afetado negativamente pelo número de reuniões anuais do conselho de administração. No entanto, quando o desempenho é avaliado pelo *Turnover*, a dimensão e a proporção de membros independentes no conselho de administração tem um impacto positivo no mesmo e o número de reuniões anuais no conselho de administração impacta negativamente este indicador. Os resultados obtidos podem ser utilizados para implementar medidas de governo societário que melhorem o desempenho das sociedades e que contribuam para um melhor fluxo de informação a todas as partes interessadas, de acordo com os objetivos das mesmas.

Palavras-chave: Governo das Sociedades, Desempenho, Conselho de Administração, Auditoria, Península Ibérica

Classificação JEL:

G34 – Governo das Sociedades

M14 – Cultura da Empresa • Diversidade

M41 – Contabilidade

Abstract

This dissertation is devoted to study the impact of corporate governance characteristics on listed companies in Portugal (PSI) and Spain (IBEX 35) using data from 2018 to 2022. Thereby, data from 46 listed companies have been gathered and analyzed, in a total of 230 observations, which information was collected near the official companies' websites and several others, accordingly to literature review. Then, all the information has been treated and a statistical model was created, resorting SPSS software. On this statistical model, two linear regression models were used to analyze in which ways the dimension of the company, women ratio, independent members ratio, non-executive members ratio and number of annual board meetings, as well as other secondary features, are explanatory to two performance indicators, ROA and Turnover. The results show that when performance is indicated through ROA, it is affected negatively by the number of annual board meetings. On the other hand, when performance is indicated by Turnover, although the number of annual board meetings still has a negative impact, the dimension of the company and independent members ratio in the board meeting has a positive impact on it. The obtained results can be used to implement corporate governance measures that help improve companies' performance thus help a better information flow to all intervenient parts, according with their goals.

Keywords: Corporate Governance, Performance, Board of Directors, Audit, Iberian Peninsula

JEL Classification:

G34 – Corporate Governance

M14 – Corporate Culture • Diversity

M41 – Accounting

Índice

1. Introdução.....	1
2. Enquadramento.....	5
2.1. Definição.....	5
2.2. Objetivos.....	6
2.3. Mecanismos de governo das sociedades.....	6
2.4. Modelos de governo das sociedades.....	7
2.5. Evolução e regulação.....	7
2.5.1. No mundo.....	7
2.5.2. Portugal.....	8
2.5.3. Espanha.....	9
3. Revisão da Literatura.....	11
3.1. Teoria da agência.....	11
3.2. Desempenho.....	12
3.3. Características de governo das sociedades.....	13
3.3.1. Conselho de administração.....	13
3.3.2. Auditoria.....	22
3.4. Características das empresas.....	22
3.4.1. Dimensão da empresa.....	23
3.4.2. Endividamento.....	24
4. Metodologia.....	25
4.1. Método de investigação.....	25
4.2. Horizonte temporal do estudo.....	25
4.3. Recolha de dados.....	25
4.3.1. Escolha da população.....	26
4.3.2. Critérios de ajustamento da população.....	26
4.4. Variáveis.....	27

4.4.1. Variáveis dependentes	27
4.4.2. Variáveis independentes	28
4.5. Hipóteses de investigação	30
4.6. Modelo estatístico	30
5. Análise e discussão dos resultados	33
5.1. Estatísticas descritivas	33
5.1.1. Variáveis qualitativas	33
5.1.2. Variáveis quantitativas	36
5.2. Medidas de associação bilateral	38
5.3. Análise dos modelos de regressão	41
5.3.1. Modelo de regressão linear múltipla – ROA	41
5.3.2. Modelo de regressão linear múltipla – <i>Turnover</i>	44
6. Conclusão e considerações finais	49
7. Outros recursos	53
8. Referências bibliográficas	55
9. Anexos	61
<i>Anexo A - Legislação a nível europeu sobre governo das sociedades</i>	61
10. Apêndices	63
<i>Apêndice A – Amostra</i>	63

Índice de figuras

Figura 5.1. – Índice do país.....	34
Figura 5.2. – Distribuição das empresas de acordo com o GICS.....	35
Figura 5.3. – Entidade Auditora.....	36

Índice de tabelas

Tabela 4.1. – Variáveis dependentes.....	27
Tabela 4.2. – Variáveis independentes.....	28
Tabela 4.3. – Outras variáveis.....	29
Tabela 4.4. – Variáveis de controlo.....	29
Tabela 5.1. – GICS.....	34
Tabela 5.2. – Estatísticas descritivas.....	37
Tabela 5.3. – Coeficientes de correlação entre as variáveis.....	40
Tabela 5.4. – Modelo 1 (ROA).....	42
Tabela 5.5. – Modelo 2 (<i>Turnover</i>).....	45

Lista de siglas e acrónimos

CA – *Conselho de Administração*

CMVM – *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*

CNMV – *Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*

CSC – *Código das Sociedades Comerciais*

CVM – *Código dos Valores Mobiliários*

DW – *Durbin-Watson*

EY – *Ernst & Young*

GICS – *Global Industry Classification Standard*

IBEX 35 – *Iberia Index*

IPCG – *Instituto Português de Corporate Governance*

OCDE – *Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico*

PSI – *Portuguese Stock Index*

PwC – *PricewaterhouseCoopers*

ROA – *Return on assets*

ROE – *Return on equity*

SPSS – *Statistical Package for the Social Sciences*

VIF – *Variance Inflation Factor*

1. Introdução

O governo societário trata-se de um sistema de gestão com o objetivo de aumentar o valor para os acionistas e de satisfazer todas as partes interessadas, como os credores, os fornecedores, os consumidores, os trabalhadores, o governo e a comunidade no seu geral (Handriani & Robiyanto, 2018).

Os recentes escândalos financeiros relacionados com fraudes, imputáveis à gestão de topo de grandes empresas, como foi o caso da *Enron* em 2001 e da *Worldcom* em 2002, nos Estados Unidos, trouxeram a público a importância de saber como é que as empresas são geridas (Farinha, 2003). Um pouco por todo o mundo verificaram-se estes escândalos, como a *Parmalat* em Itália, a *France Telecom* em França, a *New Market* na Alemanha e o Banco Espírito Santo em Portugal. Estas crises e escândalos deixaram a descoberto as falhas na governação e reforçou a necessidade de reagir (Magalhães, 2019).

A separação entre a propriedade e o controlo das empresas, os escândalos e as crises financeiras vieram demonstrar a necessidade de regular em maior proporção as sociedades. Com a globalização e evolução tecnológica, a informação está disponível de forma imediata e facilmente acessível. Como todas as organizações, as sociedades cotadas estão expostas a esta corrente de informação, sendo, por isso, diretamente afetadas, obrigando a que sejam mais transparentes e a exporem de que forma se gerem e organizam.

A investigação relacionada com o governo das sociedades tem sido desenvolvida ao longo dos últimos anos, com os seguintes pressupostos: o primeiro encontra-se relacionado com o facto das empresas serem geridas em prol do desempenho, eficiência e crescimento que permitam criar relações transparentes com as partes interessadas; o segundo pressuposto centra-se na regulamentação que influencia a atividade das sociedades (Ferraz *et al.*, 2018).

A interligação entre o governo das sociedades e o desempenho das empresas tem vindo a ser debatida nos últimos anos, especialmente depois da crise mundial de 2008. Vários estudos analisaram a ligação entre as diversas características de governo das sociedades e o desempenho das empresas e, conseqüentemente, foi estudada esta relação utilizando diferentes medidas de governo das sociedades (Mititean, 2022). Sobre as características de governo das sociedades, as mais comuns de se estudar são: a dimensão do conselho de administração (CA), a dualidade do *Chief Executive Officer*, a diversidade de género, a estrutura de propriedade, a concentração da propriedade, os rendimentos dos gestores e o índice de governação das empresas. Em comparação, as medidas de desempenho mais utilizadas são: o tobin Q, o *return on equity* (ROE), o *return on assets* (ROA), o *return on investment* e o *economic value added* (Lungu *et*

al., 2020; Eluyela *et al.*, 2018; Neves, 2022). A literatura apresenta outras características de governo societário como a indicação de qual a empresa auditora (Ferraz *et al.*, 2018), a proporção de membros não executivos (Wahba, 2015), entre outros, e diferentes rácios para representar o desempenho de uma empresa, como o *Turnover*, o retorno sobre as vendas, o lucro por ação (Lopes *et al.*, 2016), a margem de lucro (Ferraz *et al.*, 2018; Rahman *et al.*, 2019), entre outros.

Não foi encontrada a existência de estudos, sobre as maiores empresas cotadas da península ibérica, que procurassem perceber qual o impacto que características quantitativas usuais, como a dimensão do conselho de administração, e características não usuais de análise, como a dimensão da entidade auditora, podem representar no desempenho empresarial das empresas calculado também de forma mais comum, como o ROA, e de uma forma menos comum, como o *Turnover*.

Assim sendo, o objetivo principal do estudo foi entender o impacto de diversas características, conexas diretamente ou não ao governo societário, no desempenho das principais sociedades portuguesas e espanholas, usuais e não usuais, nos últimos 5 anos de informação disponível. Adicionalmente, como objetivos específicos: 1) O uso, pela academia deste trabalho como base ou como um complemento a outras investigações e 2) as empresas e os organismos relacionados com o governo das sociedades terem por base este estudo para melhorarem estratégias para atrair investimento e segurança no mercado.

As características quantitativas comuns encontradas em ambos os relatórios portugueses e espanhóis relativos ao conselho de administração foram a dimensão, a proporção de mulheres, a proporção de membros independentes, a proporção de membros não executivos e o número de reuniões anuais. Outras variáveis sugeridas pela literatura também foram utilizadas como a presença de uma grande entidade auditora, índice do país, setor de atividade e variáveis de controlo como o endividamento e a dimensão da empresa. O desempenho foi avaliado através de dois indicadores, um comum de análise e outro não comum de análise. O indicador comum utilizado foi o ROA, dado pelo quociente entre o resultado antes de juros e impostos com o total do ativo (Neves, 2022) e o indicador não comum de análise o *Turnover*, dado através do valor de volume de negócios (Lopes *et al.*, 2016).

O estudo de investigação teve por base uma amostra de 46 sociedades que perfizeram um total de 230 observações, num período temporal de 5 anos (2018-2022). A informação necessária para a realização do estudo foi recolhida junto dos *websites* oficiais das sociedades e de entidades, nomeadamente através dos relatórios de governo societário disponibilizados pelas mesmas. Posteriormente, toda a informação estatística, e consequente desenho dos

modelos estatísticos, foi tratada recorrendo ao *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS).

A dissertação encontra-se dividida em 6 capítulos principais. O primeiro capítulo refere-se à presente introdução, onde é apresentada de uma forma breve a definição do governo das sociedades, a sua origem e a sua evolução; os objetivos da investigação e, por fim, a estrutura da dissertação. O segundo capítulo é um breve enquadramento da temática de governo das sociedades que contém a definição, os objetivos, os mecanismos, os modelos e por fim um breve resumo da evolução e regulação a nível ibérico e mundial dos últimos anos sobre o tema. O terceiro capítulo é relativo à revisão da literatura e está subdividido em 4 subcapítulos: a teoria da agência; o desempenho; características de governo das sociedades e características das empresas. O quarto capítulo especifica a metodologia adotada ao longo de toda a dissertação, nomeadamente, o método de investigação, a recolha de dados, as variáveis, as hipóteses de investigação e, por fim, o modelo estatístico aplicado. O penúltimo capítulo aborda a análise e discussão de resultados e o sexto e último capítulo apresenta as principais conclusões do estudo, bem como as limitações associadas ao estudo e sugestões para investigações futuras.

2. Enquadramento

Neste capítulo é apresentado um breve enquadramento referente ao governo das sociedades. É exposta a definição, os objetivos, os mecanismos e modelos existentes, a evolução e regulação associada ao mesmo, no contexto ibérico e global, tendo em consideração organizações e artigos de natureza científica.

2.1. Definição

Existem diversas definições e entendimentos para caracterizar o governo das sociedades. Já vários organismos e autores têm vindo a definir o conceito e, conseqüentemente, não existe uma definição única e aceite por todos, no entanto, parece existir concordância nos objetivos e no propósito do governo das sociedades (Silva E. S., 2022).

De acordo com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) (2016), o “governo das sociedades envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e *stakeholders*. O governo das sociedades fornece também a estrutura através da qual os objetivos da empresa são definidos e se determina os meios para alcançar esses objetivos e para monitorizar o desempenho”.

Já Silva *et al.* (2006) consideram que o governo das sociedades “compreende todos os mecanismos que respeitam à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, seja ao nível da definição do tipo de atividades económicas a desenvolver, seja no que se refere à organização operacional dessas atividades, seja na tomada de decisões de financiamento dos respetivos investimentos, seja no que respeita à devolução dos recursos investidos aos seus proprietários ou à sua remuneração sob a forma de dividendos”.

A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (n.d.), define este conceito como um sistema de regras relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Cadbury (1992) considera o governo das sociedades um mecanismo através da qual as sociedades são controladas e geridas e que são os seus conselhos de administração responsáveis pelas mesmas. Considera também que o papel dos acionistas é assegurar a existência de uma estrutura de governação adequada.

Consideradas todas as fontes, pode concluir-se, segundo o Instituto Português de Corporate Governance (IPCG) (n.d.) que o governo das sociedades é o conjunto de mecanismos através dos quais se materializa a gestão e o controlo das sociedades, onde se incluem instrumentos que

permitem avaliar e responsabilizar os administradores da sociedade pela sua gestão e desempenho.

2.2. Objetivos

Os pilares fundamentais do governo das sociedades são a responsabilidade, equidade e a transparência, de modo a promover o equilíbrio de poderes de todas as partes interessadas, para assegurar o desenvolvimento e os objetivos de cada sociedade.

O objetivo fundamental do governo das sociedades consiste em aumentar o valor dos acionistas a longo prazo, protegendo os interesses de todas as partes interessadas, para melhorar a responsabilização e o desempenho (Jain & Mathur, 2022), tendo uma gestão com supervisão eficaz e sólida (Sousa, 2020).

A OCDE (2016) considera que o objetivo do governo societário é ajudar a construir um ambiente de transparência, confiança e responsabilidade, para fomentar o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial, apoiando, um crescimento mais forte e sociedades mais inclusivas e a CMVM (n.d.), sugere que o objetivo é contribuir para a otimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na sociedade, como trabalhadores, investidores e credores.

Em suma, este mecanismo tem por objetivo harmonizar as atividades de gestão da empresa com os interesses das partes interessadas (Handriani & Robiyanto, 2018).

2.3. Mecanismos de governo das sociedades

Segundo Silva E. S. (2022), os mecanismos de governo societário pretendem resolver as divergências de interesses entre os acionistas e gestores, de modo a não permitir que existam assimetrias de informação provocada pelo problema dos custos de agência. Estes são uma regra clara de direito, procedimentos e relações entre todas as partes que tomam decisões e as que exercem o controlo e a supervisão das mesmas. Tais mecanismos destinam-se a garantir e monitorizar o funcionamento dos sistemas de governação dentro de uma organização (Handriani & Robiyanto, 2018).

Estes mecanismos podem classificar-se como internos e externos (Monteiro, 2019). Os mecanismos internos consistem na estrutura de controlo da empresa e na estrutura da propriedade da mesma enquanto os mecanismos externos são específicos de cada país e consistem quer no estado de direito quer no mercado de controlo das empresas (Hapsoro & Fadhillah, 2017). Alguns exemplos de mecanismos internos são o conselho de administração,

que tem como função inspecionar, supervisionar e atuar de forma independente, e também o sistema de remuneração, que acaba por ter impacto no desempenho da empresa. Mecanismos externos são variados e centram-se na proteção legal dos investidores, na possibilidade de venda e na estrutura de capitais (Rodrigues, 2023).

2.4. Modelos de governo das sociedades

Sumariamente, segundo o IPCG (n.d.) identificam-se dois principais sistemas de governo das sociedades: o sistema continental, também designado por sistema de controlo interno, e o sistema anglo-saxónico. O primeiro sistema é conotado com o governo das empresas do Japão e da Europa continental e, conseqüentemente com os sistemas jurídicos de *civil law*, enquanto o sistema anglo-saxónico é identificado com o Reino Unido e com os Estados Unidos da América, países de influência anglo-saxónica, e como tal, relacionado com os sistemas de *common law* (Santos, 2009).

De notar que a estrutura de propriedade e a relevância do mercado de capitais são características inseparáveis de cada um dos sistemas. Enquanto a propriedade dispersa predomina no modelo anglo-saxónico, no modelo continental a propriedade é muito concentrada, com bancos, empresas e famílias a dominarem expressivas partes do capital das empresas cotadas (Silva *et al.*, 2006). Baseados nos sistemas anglo-saxónico e no sistema continental, existem 3 modelos de governo das sociedades: 1) Dualista; 2) Latino e 3) Anglo-saxónico (Antas, 2016).

2.5. Evolução e regulação

2.5.1. No mundo

O conceito surgiu nos Estados Unidos, em 1929, após o *crash* na Bolsa de Valores de Nova Iorque, e iniciou a discussão da relação entre a propriedade e o controlo das sociedades anónimas. Ganhou assim relevância após os trabalhos de *Berle e Means (The Modern Corporations and Private Property)*, em 1932, que trouxeram a discussão a Teoria da Agência, isto é, a separação entre a propriedade e o controlo nas grandes empresas (Magalhães, 2019; Sousa, 2020).

Segundo o IPCG (n.d.), esta é a principal problemática na qual os interesses dos acionistas e dos gestores podem divergir. É neste contexto que assume especial importância a ação dos gestores, sendo importante definir os seus limites e responsabilidades. A teoria da agência pode

ser definida como o relacionamento que existe entre a agência, no qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata uma outra pessoa (o agente) para prestar algum serviço que envolva a tomada de decisão para o agente. O problema baseia-se nos agentes decidirem de modo favorável aos seus próprios interesses, mas contrário aos interesses dos principais, originando assim os custos de agência. Falar em governo das sociedades significa identificar os mecanismos tendentes à minimização da assimetria de informação existente entre as sociedades e todas as partes interessadas.

Em 1934 foi criada a *Securities and Exchange Commission* para regular o mercado das ações e evitar uma nova recessão (Sousa, 2020). Segundo Santos (2009), em 1987 foi publicado o Relatório *Treadway* que divulgou onze recomendações para intensificar o papel e o trabalho das comissões de auditoria.

Em 1992 foi desenvolvido pelo *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* um relatório onde definia controlo interno, um instrumento de aperfeiçoamento e melhoria dos processos de gestão para reforçar a eficiência das empresas (Magalhães, 2019). Também em 1992, assistiu-se a uma grande difusão internacional de códigos e regulamentações com a publicação do *Cadbury Report* pelo *Financial Reporting Council* no Reino Unido. Esta existiu para regular o mercado da bolsa de valores de Londres. A crise financeira e global aliada à desconfiança das estruturas de governo fomentaram o incremento dos mesmos (Oliveira, 2018; Rodrigues, 2023).

Com os escândalos financeiros de grandes empresas como o caso da *Parmalat* em Itália, desenvolveram-se vários códigos e regulamentos com vista a regular tópicos acerca do governo das sociedades. Após a emissão do relatório *Cadbury* e dos Princípios da OCDE, em 1999, outros países como França e Itália, com as suas particularidades socioeconómicas e culturais, iniciaram um percurso de melhoramento e desenvolvimento de matérias de governo societário conforme Anexo A (Silva E. S., 2022).

2.5.2. Portugal

Em Portugal, existem dois grandes normativos, o Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99 de 13 de novembro e o Código das Sociedades Comerciais (CSC) que foi aprovado pelo decreto-lei nº 262/86, de 2 de novembro (Rodrigues, 2023).

Portugal não ficou indiferente a esta temática e em outubro de 1999, em colaboração com a OCDE, a CMVV fez recomendações dirigidas às sociedades emitentes de ações em mercado regulamentado e aos investidores institucionais (Duarte, 2007). Estas recomendações baseiam-se em cinco princípios essenciais como os direitos dos acionistas; o tratamento equitativo dos

acionistas; o papel dos *stakeholders*; a divulgação de informação e transparência e a responsabilidade do órgão de administração (Magalhães, 2019). Estes princípios da OCDE foram atualizados em 2004 e em 2016.

A CMVM, para além de 1999, fez recomendações em 2001, 2007, 2010 e 2013. O IPCG, em 2006 publicou o “Livro Branco sobre o Corporate Governance” que fez com que fosse introduzido no CVM. Assim, Portugal ficou com mais que um código de governo (Oliveira, 2018).

Em julho de 2013, a CMVM decreta que os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal devem divulgar num capítulo do relatório anual de gestão, uma descrição sobre a estrutura e as práticas de governo societário (Benedito, 2018).

A CMVM e o IPCG, celebraram em 2017, um protocolo que resultou no novo Código de Governo das Sociedades que vigora desde 2018. De notar que o modelo do relatório de governo das sociedades a apresentar pelas sociedades cotadas deve continuar a ser elaborado de acordo com o previsto no Regulamento da CMVM n.º 4/2013 (Silva E. S., 2022).

Em 2020 e em 2023 o Código de Governo das Sociedades, criado pelo IPCG, foi revisto para criar e manter as estruturas necessárias e adequadas ao acompanhamento do código e de proceder à análise da sua aplicação, para promover as atualizações que se mostrem necessárias, em linha com as melhores práticas internacionais.

2.5.3. Espanha

Já em Espanha as primeiras preocupações acerca do governo das sociedades foram em outubro de 1996 pelo Círculo de Empresários, devido a grandes falências de empresas por falhas na gestão. Logo, em 1998, é criada a Comissão *Olivencia* que elaborou o primeiro código, com orientações para o conselho de administração. Cinco anos mais tarde, em 2003, é constituída a Comissão *Aldama* que produziu o seu relatório com o principal motivo de aumentar a transparência e a segurança dos mercados financeiros. Em 2004 é publicado o Código com Princípios de bom governo das sociedades (Silva E. S., 2022).

O *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* foi aprovado em 2006 pelo *Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV). Foi-se assistindo ao longo dos anos a variadas iniciativas relacionadas com as boas práticas em matéria de governo das sociedades, cuja intensidade foi aumentando a partir da crise financeira internacional uma vez que era importante as sociedades cotadas serem geridas de forma transparente para gerar valor para as empresas, melhorar a eficiência económica e o reforço da confiança das partes

interessadas. Em 2013 foi criada uma comissão para melhorar o Código Unificado de 2006 que apenas foi aprovado em 2015. Atualmente está em vigor o *Código Unificado de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* de 2020, melhorando o que já existia com o objetivo de rever e clarificar algumas das recomendações (CNMV, 2020).

3. Revisão da Literatura

Na literatura existente encontra-se refletida a principal questão associada ao governo das sociedades, a teoria da agência. Associada à mesma estão expostas características de governo das sociedades e características específicas das empresas intrínsecas ao desempenho destas.

Os primeiros estudos relacionados com o governo das sociedades remontam aos anos 90, principalmente endereçados às economias dos Estados Unidos da América, Alemanha e Reino Unido. Atualmente tem-se verificado uma crescente preocupação com o desenvolvimento e análise desta temática no mundo, onde o foco se prende na observação da composição dos órgãos de gestão e de controlo dos vários modelos de governo das sociedades existentes (Ferreira, 2019).

3.1. Teoria da agência

A teoria da agência, os custos de agência e a assimetria de informação estão diretamente ligados ao governo das sociedades. Thomsen and Conyon (2012) consideram que o problema da agência, numa perspetiva teórica, ocorre devido à separação entre a propriedade e a gestão/controlo. Ou seja, quando o controlo da empresa deixa de ser feito pelo proprietário e passa a ser outra parte a gerir os recursos da empresa, o problema que surge é o potencial conflito na relação entre o proprietário e o agente (Handriani & Robiyanto, 2018).

O controlo das empresas tem na sua génese uma legitimação interna que leva a que as finalidades objetivas das empresas diverjam por quem detém o controlo ou o poder. Assim sendo, haverá divergências entre estas duas partes (Contreira, 2016).

Esta separação entre quem detém a propriedade e o controlo tem sido aprofundada pelas empresas ao longo de vários anos, como *Berle & Means* e *Jenses & Meckling*, para explicar a sobrevivência das mesmas. É comum nas grandes empresas, e sobrevive nelas devido à assunção de riscos e a uma abordagem para controlar os problemas de agência implícitos causados pela separação dos mesmos (Fama & Jensen, 1983).

Na perspetiva de quem detém a propriedade, é importante que as empresas divulguem mais informações de modo a diminuir o possível conflito. Segundo Arayakarnkul *et al.* (2021), num estudo conduzido na Tailândia, quando o conselho de administração é corretamente composto e remunerado, desempenha um papel de controlo eficaz e reduz os custos de agência.

3.2. Desempenho

O Código de Governo das Sociedades (2023) considera que o governo societário promove e potencia o desempenho e desenvolvimento sustentado, contribuindo para o reforço da confiança na qualidade e transparência, bem como para o desenvolvimento sustentável da comunidade em que as sociedades se inserem.

Este Código determina que o conselho de administração deve apresentar uma avaliação do desempenho financeiro da organização que seja verdadeira e compreensível aos utilizadores desta informação (Ferreira, 2019).

Um melhor desempenho financeiro tem sido referido como um dos principais benefícios que decorrem da adoção de bons mecanismos e estruturas de governo das sociedades nas organizações (Neves, 2022). As questões relativas ao governo societário têm suscitado um grande interesse devido à sua aparente importância para a saúde económica das empresas e da sociedade em geral, especialmente após fraudes e desastres ao longo dos anos (Garg, 2007).

No entanto, o principal objetivo do desenvolvimento de códigos e legislação não é aumentar os retornos financeiros das empresas, mas sim melhorar os mecanismos de controlo, a fim de aumentar a confiança dos *stakeholders* em relação às decisões tomadas pelos gestores (Rodríguez-Fernández, 2015).

Segundo a *Securities and Exchange Board of India*, as empresas que têm bons sistemas de governo societário são recompensadas pelos investidores e pelos mercados na forma de avaliações elevadas (Jain & Mathur, 2022). No que toca ao impacto de características de governo das sociedades García-Ramos and Díaz (2021) consideram que dependendo da combinação de características da empresa e de governo societário, a dimensão do conselho de administração e a presença de administradores independentes no conselho de administração podem orientar a um desempenho positivo ou negativo da empresa.

O desempenho pode ser mensurado quando os acionistas atingem a satisfação no final de um exercício financeiro em comparação com o início. Rácios financeiros como o ROA e o ROE são usados para determinar o desempenho de uma empresa (Eluyela *et al.*, 2018). Tradicionalmente o desempenho empresarial é avaliado através de três indicadores: a rentabilidade operacional do ativo (ROA), que avalia o ambiente económico interno da empresa, a rentabilidade do capital próprio (ROE), para aferir o interesse do acionista e o tobin Q, que se apresenta como um indicador de mercado de interesse aos potenciais investidores (Neves, 2022). A literatura apresenta outros rácios e formas de representar o desempenho de uma empresa, em menor análise, como o *Turnover*, o retorno sobre as vendas, o lucro por ação (Lopes *et al.*, 2016), a margem de lucro (Ferraz *et al.*, 2018; Rahman *et al.*, 2019), entre outros.

Tendo em conta os indicadores de desempenho, os dois próximos subcapítulos irão abordar o impacto que têm de acordo com as características de governo das sociedades e características das empresas.

3.3. Características de governo das sociedades

As características do governo das sociedades são relevantes quando se comparam com problemas financeiros corporativos (Neves, 2022). A dimensão, a proporção de mulheres, a proporção de membros independentes, a proporção de membros executivos e o número de reuniões anuais referentes ao conselho de administração são fatores que influenciam o desempenho das sociedades como será abordado seguidamente.

3.3.1. Conselho de administração

O conselho de administração é normalmente integrado por dois tipos de administradores: os administradores internos (*insiders*) e os administradores externos (*outsiders*). Os primeiros são, por regra, executivos e frequentemente fizeram carreira na empresa, ao passo que os segundos são, por norma, não executivos e sem ligação à estrutura interna da empresa. É suposto que os externos sejam independentes dos internos e tenham como funções principais tomar decisões estratégicas, aconselhar, fiscalizar e avaliar a atividade dos administradores executivos (Silva *et al.*, 2006).

A composição dos conselhos de administração é um aspeto chave para o desenvolvimento das empresas (Domene & Merello, 2020). Uma grande parte do debate sobre o governo das sociedades é centrado na composição do mesmo, especialmente na dimensão do mesmo e da sua independência (Garg, 2007).

Sharma *et al.* (2023) consideram que o conselho de administração é considerado o mecanismo interno mais importante para melhorar o desempenho de uma empresa e a sua composição é por vezes complexa e tende a ser modelada de acordo com as necessidades de cada empresa (Duarte, 2007).

A composição do conselho de administração é um mecanismo de governo societário que envolve uma estrutura que permite a comunicação entre os administradores executivos e os não-executivos (Hadi & Hussain, 2018). Inclusive, os conselhos de administração, estão no centro de muitas tentativas para melhorar o governo das sociedades. Embora a importância deles nas empresas e do apelo generalizado à sua reforma, os economistas chegaram a poucas

conclusões sobre o que determina a dimensão e composição dos conselhos de administração (Boone *et al.*, 2006).

Para além da dimensão e composição, diversos autores também aprofundam o impacto do número de reuniões anuais do conselho de administração uma vez que consideram que os administradores que se reúnem com mais frequência têm maior probabilidade de desempenhar as suas funções de acordo com os interesses das partes interessadas (Vafeas, 1999).

Assim sendo, neste estudo em específico, de acordo com a literatura existente, foram abordadas as características diretamente ligadas ao conselho de administração: a dimensão, a proporção de número de mulheres, a independência, a proporção de membros executivos e não executivos e o número de reuniões anuais.

3.3.1.1. Dimensão do conselho de administração

O Código de Governo das Sociedades determina que os conselhos de administração devem ter uma dimensão suficiente, para que os objetivos do negócio possam ser atingidos e que eventuais mudanças na composição possam ser geridas sem originarem transtornos. No entanto, o código estipula também que estes não devem ter dimensões exageradas pois, podem colocar em causa a eficiência do mesmo (Ferreira, 2019). A dimensão pode estar associada ao grau de disseminação do capital e à existência de acionistas majoritários. Ao longo dos anos os conselhos de administração foram aumentando dada a inclusão que se tem vindo a registar de administradores não executivos no órgão de administração, quer em representação de acionistas quer de membros independentes (Silva *et al.*, 2006).

Na sua composição no geral, ao manter constante o número de membros do conselho de administração, à medida que a dimensão da empresa aumenta, o desempenho financeiro vai proporcionalmente diminuir. O estabelecimento de limites à sua dimensão pode ser considerado mais importante do que a definição de um número ideal de membros do conselho de administração (Rodríguez-Fernández, 2015).

Segundo Boone *et al.* (2006) as empresas maiores, mais experientes e mais diversificadas têm conselhos de administração maiores. Os autores consideram ainda que é pouco provável que regras para reestruturar a governação dos conselhos de administração, tais como limites à dimensão dos conselhos, aumentem o valor das empresas. Berezinets *et al.* (2017) também sugerem que os conselhos de administração com mais e com menos elementos, estão associados a um maior valor de tobin Q.

Garg (2007) considera que os conselhos de administração mais pequenos são mais eficientes do que os maiores, sendo que o ideal é que os mesmos devem ter o limite de seis

membros. Numa amostra de 7000 observações, estas revelaram um efeito significativamente negativo com o ROA quando o conselho de administração tem seis ou mais membros (Bennedsen *et al.*, 2008).

Num estudo conduzido no *Bucharest Stock Exchange*, a dimensão do conselho de administração tem um impacto positivo no desempenho da empresa, medido tanto pelo ROA como pelo ROE (Mititean, 2022). A dimensão do conselho de administração influencia positivamente o desempenho da empresa calculado através do ROA (Mishra *et al.*, 2022; Nguyen & Dang, 2022; Zhou *et al.*, 2018).

Ao utilizar os indicadores de tobin Q e o ROE, percebe-se que a dimensão do conselho de administração tem um impacto não linear. Inicialmente, o desempenho melhora, mas depois de a dimensão do conselho de administração atingir um determinado ponto, diminui (Sharma *et al.*, 2023).

Já na China, o aumento da dimensão do conselho de administração piora o desempenho da empresa em termos de ROA (Chan & Chu, 2022). Segundo Kukreja *et al.* (2023), existe uma relação negativa entre a rendibilidade dos ativos e a dimensão do conselho de administração. No Quênia, os resultados indicaram que a dimensão do conselho de administração afeta negativa e significativamente o desempenho financeiro, ou seja, a dimensão do conselho de administração deve, portanto, ser mais pequena para garantir a um melhor desempenho financeiro (Kiptoo *et al.*, 2021).

Num estudo para obter uma correlação global de *Pearson*, existe uma associação negativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho (Alzoubi *et al.*, 2024).

Existe uma associação inversa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho da empresa medido através do tobin Q. Um aumento da dimensão do conselho de administração leva a um mau desempenho medido através deste indicador (Garg, 2007).

Já a dimensão do conselho de administração, não apresenta impactos significativos no desempenho da empresa (Hadi & Hussain, 2018; Lopes *et al.*, 2016).

Na literatura, os estudos relativos à dimensão são variados e utilizam rácios e amostras diferentes, o que implica que existam vários resultados ao analisar a mesma característica. É necessário ter em conta vários fatores como a amostra e dados disponíveis para conseguir analisar a dimensão e o seu impacto na ótica pretendida.

3.3.1.2. Proporção do número de mulheres no conselho de administração

As empresas são cada vez mais confrontadas com questões de diversidade devido à promoção das mulheres nos conselhos de administração. A questão da representação das mulheres nos

mesmos, tem suscitado um interesse considerável nos últimos anos, o que se deve, à sua representação relativamente baixa em comparação com a presença masculina, no mundo empresarial (Boukattaya & Omri, 2021).

O Código de Governo das Sociedades (2023) considera que os atributos individuais, como a experiência e a competência, aliados à diversidade (igualdade entre homens e mulheres) devem contribuir para a melhoria do desempenho do órgão e para o equilíbrio da respetiva composição. O desempenho dos conselhos de administração melhora com uma combinação de competências e/ou antecedentes, uma vez que a diversidade de perspetivas entre as pessoas pode ser um ponto forte nos conselhos de administração (Lopes *et al.*, 2016).

A sustentabilidade empresarial integra o desempenho financeiro com *Environment, Social and Governance*. Devido às suas características pessoais, as mulheres podem desempenhar um papel importante na divulgação da sustentabilidade e na tomada de decisões estratégicas, criando efeitos positivos no desempenho financeiro das empresas (Carmo *et al.*, 2022).

Para além da composição dos conselhos de administração ser um aspeto importante para o desenvolvimento das empresas, o aumento da presença das mulheres não se traduz num aumento significativo da diversidade de género nos conselhos de administração. Num estudo da diversidade de empresas espanholas cotadas em bolsa no período de 2001 a 2018, tendo em conta fatores económicos, financeiros e de governo societário, concluiu-se que o ROE é um fator determinante e positivo da diversidade de género nos conselhos de administração espanhóis (Domene & Merello, 2020).

Numa amostra de 29 empresas portuguesas, no período de 2010 a 2019, os resultados revelaram que a presença feminina está positivamente relacionada com o ROA quando há pelo menos duas mulheres no conselho de administração, ou quando a proporção de mulheres é de, no mínimo, 20% (Carmo *et al.*, 2022).

A diversidade de género em dez empresas de construção cotadas na Bolsa de Valores de Varsóvia em 2015, demonstra um impacto significativo no desempenho da empresa medido pelo ROA (Hadi & Hussain, 2018). Há também uma relação positiva com o tobin Q e a diversidade de género no conselho de administração numa amostra de 207 empresas russas frequentemente negociadas no sistema de negociação russo durante o período de 2007 a 2011 (Berezinets *et al.*, 2017).

Numa amostra de empresas chinesas cotadas em bolsa no período de 2011 a 2020, os efeitos da diversidade de género do conselho de administração revelam que um aumento da proporção de mulheres executivas está geralmente associado a uma melhoria do desempenho externo das

empresas e a uma diminuição do desempenho interno, no entanto, não tem qualquer impacto significativo da diversidade de género no desempenho financeiro (Zhang *et al.*, 2024).

Há um efeito negativo da diversidade do conselho de administração num conjunto de 74 empresas ibéricas no período de 2015 a 2020 no que toca ao ROA e ao ROE. Este resultado pode estar associado não tanto às decisões cautelosas das mulheres e da sua aversão ao risco, mas sim à imposição de quotas, que leva os *stakeholders* a desconfiar das melhores opções para os seus conselhos de administração. Este fator leva à desconfiança de que sejam as mais competentes dentro das organizações (Neves, 2022). Já na Roménia, no caso de 66 empresas cotadas em bolsa no período de 2016 a 2020, os mesmos indicadores de desempenho, apresentam um impacto positivo na proporção do número de mulheres (Mititean, 2022).

Numa amostra de 124 empresas da península ibérica, o impacto da proporção do número de mulheres no conselho de administração é negativo e não estatisticamente significativo com o *Turnover* (Lopes *et al.*, 2016).

Num estudo com as empresas cotadas na bolsa de valores do Vietname, com uma amostra de 506 empresas cotadas no período de 2008 a 2020, revela que as empresas que não têm membros do sexo feminino no órgão de administração têm uma relação positiva com o desempenho da empresa (Nguyen & Dang, 2022).

O rácio de mulheres no conselho de administração tem uma pequena correlação positiva com o desempenho financeiro em 11 estudos de 3117 empresas australianas (Alzoubi *et al.*, 2024).

Os estudos dão relevância à diversidade de género, no entanto, nesta característica os resultados, os indicadores e as amostras são variados o que implica que existam vários resultados do impacto ao analisar a mesma característica. É necessário ter em conta variados fatores e perceber o seu impacto na ótica pretendida.

3.3.1.3. Proporção de membros independentes no conselho de administração

Segundo o Código de Governo das Sociedades (2023), “considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão”.

O estudo sobre a importância da independência dos órgãos de administração foi desenvolvido por *Fama e Jensen*, onde estes mostraram que os órgãos independentes e não executivos, têm maiores incentivos para executar tarefas de monitorização sobre as atividades de gestão, agindo para proteger os interesses das partes interessadas (Pereira, 2013).

Em França, segundo Ahmadi *et al.* (2018), com uma amostra de 180 empresas, a proporção de membros independentes no conselho de administração, considerando como variáveis de desempenho o ROA e o ROE, tem um impacto positivo no desempenho. Em Taiwan no período de 1997 a 2015, considerando 10151 observações, as conclusões são as mesmas (Kao *et al.*, 2019).

Apenas para o rácio de desempenho de ROA, em 31 empresas palestinianas e não financeiras no período de 2010 a 2016, a proporção de membros independentes é positiva e estatisticamente significativa (Musallam, 2020). Já em Portugal e Espanha, para uma amostra de 74 empresas para o período de 2015 a 2020, a nível de ROA, o impacto é positivo embora não seja estatisticamente significativo enquanto em termos de ROE, o impacto é positivo e estatisticamente significativo (Neves, 2022).

Contrariamente, numa amostra chinesa de 941 observações de 2003 a 2019, a proporção de membros independentes no conselho de administração é negativa no rácio financeiro ROA (Chan & Chu, 2022). Na Roménia, no caso de 66 empresas cotadas em bolsa no período de 2016 a 2020, o ROA e o ROE, apresentam um impacto negativo relativamente à mesma proporção (Mititean, 2022).

Apenas para o indicador ROA, neste rácio, no Vietname, Nguyen and Dang (2022) mostraram que com uma amostra de 506 empresas de 2008 a 2020, a proporção impacta negativamente o desempenho. O mesmo acontece em 18 empresas cotadas no Barém no período de 2016 a 2020 (Kukreja *et al.*, 2023).

Numa amostra de empresas cotadas na Bolsa de Valores de Atenas, no período de 2008 a 2012, as empresas com conselhos de administração mais independentes tiveram um desempenho inferior em termos de ROA (Zhou *et al.*, 2018). Em 124 empresas ibéricas, no ano de 2013, a proporção de membros independentes, relativamente ao *Turnover*, teve um impacto negativo e não estatisticamente significativo (Lopes *et al.*, 2016).

A independência do conselho foi identificada como um dos instrumentos mais eficazes de governo societário. Em Bucareste, estudando o ROA, o ROE e o tobin Q, os resultados da regressão sugerem que uma percentagem mais elevada de membros independentes do conselho de administração está associada a um rácio de rendibilidade do capital próprio mais elevado (Mihail & Micu, 2021).

Garg (2007) considera que o impacto da independência do conselho de administração no desempenho é superior quando esta proporção se situa entre os 50% e 60%.

Em 588 empresas não financeiras da Malásia, durante o período 2006-2017, com as medidas de desempenho baseadas na contabilidade e no mercado, os resultados indicam que o

ROA é um melhor determinante do desempenho da empresa do que o tobin Q. A proporção de membros independentes impacta negativamente o ROA e no tobin Q, uma relação insignificante, o que poderá indicar que um envolvimento exagerado dos membros independentes do conselho de administração no dia a dia da empresa, pode restringir a execução das tarefas dos gestores (Karim *et al.*, 2023).

Num estudo para obter uma correlação global de *Pearson*, existe uma associação negativa entre a independência do conselho de administração e o desempenho (Alzoubi *et al.*, 2024).

Garg (2007) considera que os administradores independentes não conseguem desempenhar eficazmente o seu papel de controlo e melhorar o desempenho da empresa uma vez que falta formação para o exercício das suas funções e desconhecimento de procedimentos e de responsabilidades que deles se esperam. Também é necessário ter em conta as especificidades de cada empresa para determinar a independência do conselho de administração uma vez que empresas maiores, mais experientes e mais diversificadas têm um nível mais elevado de independência (Boone *et al.*, 2006).

Relativamente à característica de independência no conselho de administração não existe consenso na literatura, nem acerca do sinal do impacto nem acerca da sua significância. Novamente, é necessário ter em conta diversos fatores e entender o seu impacto na ótica pretendida.

3.3.1.4. Proporção de membros executivos e não executivos no conselho de administração

O Código de Governo das Sociedades (2023) sugere que a gestão corrente da sociedade compete a administradores executivos com as qualificações, competências e experiência adequadas à função, prosseguindo os objetivos da sociedade contribuindo para o seu desenvolvimento sustentável. O número de administradores executivos deve ter em conta a dimensão da sociedade e complexidade, enquanto os administradores não executivos, sendo um número superior ao de membros executivos, exercem, uma função de vigilância geral e de desafio à gestão executiva.

A diferença entre um membro independente e um membro não executivo é que ao membro não executivo não lhe são imputadas funções de gestão, já que o seu papel é de supervisionar a gestão da sociedade (Magalhães, 2019). Em contrapartida, um membro independente não está associado a grupos de interesses na sociedade nem se encontra em situação de afetar a sua decisão por ser titular de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade ou ter sido reeleito por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada (Artigo 414.º, n.º 5, CSC).

De acordo com Magalhães (2019), o membro independente vai aumentar os custos de agência tanto quanto o seu afastamento da atividade da empresa, o que ao mesmo tempo dificulta a sua atividade como membro independente do conselho. Desta forma, e como meio para tornar a independência sustentável, o conselho apoia-se no conjunto de membros que por não cumprirem os requisitos para se denominarem independentes, constituem os membros não executivos, assim denominados derivado do seu *know how* inerente à dinâmica interna da empresa, que asseguram a gestão imparcial e separada da gestão executiva.

De notar que não é clara qual a proporção ideal de administradores não executivos (Kiptoo *et al.*, 2021) e que os conselhos de administração com uma proporção superior de administradores não-executivos baseiam-se na teoria da agência (Hadi & Hussain, 2018). Segundo Borlea *et al.* (2017), após análise através do ROA e do tobin Q, em 55 empresas não financeiras presentes na *Bucharest Stock Exchange* em 2012, os possíveis efeitos dos membros não executivos do conselho de administração indicaram que não eram estatisticamente significativos quando comparado com os indicadores. Também concluíram que um equilíbrio entre o número de membros executivos e o número de membros não executivos (especialmente se for independente) tem um impacto positivo no ROA embora insignificante. Já no Egito, nas 50 empresas mais ativas no período de 2008 a 2010, a proporção de membros não executivos no conselho de administração tem um impacto positivo e significativo no desempenho quando este é avaliado pelo ROE (Wahba, 2015).

Num estudo recente com 97 empresas ibéricas, no ano de 2013, Ferraz *et al.* (2018) concluíram que o impacto da proporção de membros executivos no conselho de administração no desempenho quando esta é medida pelo ROE e pela margem de lucro, é negativo embora não seja significativo. Também num estudo no Quênia com 51 empresas, no período de 2013 a 2018, em termos de ROA, os resultados mostraram que a composição do conselho de administração afeta negativa e significativamente o desempenho financeiro. Isto sugere que as empresas com uma maior proporção de membros não executivos não têm um melhor desempenho (Kiptoo *et al.*, 2021).

A característica de proporção de membros executivos e a proporção de membros não executivos, menos aprofundada na literatura, apresenta diferentes resultados, o que sugere ao avaliar o desempenho de uma determinada amostra, se tenham em consideração outros fatores e objetivos.

3.3.1.5. Número de reuniões do conselho de administração

As reuniões do conselho de administração referem-se ao número de reuniões realizadas durante um ano (Abdulsamad *et al.*, 2018).

Um dos princípios da CNMV (2020) refere que o conselho de administração reunir-se-á tantas vezes quantas as necessárias para o bom desempenho das suas funções e na presença de todos ou de uma maioria dos seus membros. O conselho deverá desempenhar as suas funções de administração, supervisão e controlo da equipa de gestão. Recomenda-se que se reúnam pelo menos oito vezes ao ano, as ausências reduzidas ao mínimo indispensável e deverão ser quantificadas no relatório anual sobre o governo das sociedades. Em Portugal, o Código de Governo das Sociedades (2023) também recomenda a divulgação da composição, frequência e número de reuniões do conselho de administração no sítio da *internet* de cada sociedade.

A realização frequente de reuniões pode refletir um conselho de administração ativo e empenhado. Adicionalmente, a frequência das reuniões fornece informações aos acionistas relacionadas com o governo societário, para estes verificarem o cumprimento dos seus princípios (Haji & Mubaraq, 2015).

Num estudo com as principais empresas com boas divulgações de governo societário da Malásia, no período de 2013 a 2019, concluiu-se que um aumento de número de reuniões tem um impacto negativo com o ROE e com o tobin Q (Li *et al.*, 2024). Já no ano de 2006 e no período de 2008 a 2010, após o código ser revisto, nas maiores empresas cotadas na Malásia, o aumento das reuniões anuais tornam-se marginalmente significativas e mostram uma associação negativa com o ROA (Haji & Mubaraq, 2015). Em termos de ROA e tobin Q, em 1347 empresas indianas não financeiras, no período de 2010-2018, o impacto do aumento do número de reuniões anuais do conselho de administração é negativo (Mishra *et al.*, 2022). Em 307 empresas francesas apoiadas por capital de risco, não existe relação significativa entre o número de reuniões e o desempenho calculado através do ROE (Hamdouni, 2011).

Vafeas (1999) também mostrou que no período de 1990-1994, numa amostra de 307 empresas, um grande número anual de reuniões tem uma relação negativa com o desempenho. Isto pode dever-se ao facto de as decisões tomadas pelo conselho de administração podem ser influenciadas pelo número das mesmas.

O impacto da frequência das reuniões do conselho de administração no desempenho dos bancos na Nigéria é positivo no tobin Q, e considera-se que os conselhos de administração devem reunir-se pelo menos 4 vezes por ano, ou seja, uma vez por trimestre (Eluyela *et al.*, 2018). Em termos de ROA e de ROE, no caso da Roménia, o aumento do número de reuniões anuais do conselho de administração tem um impacto positivo nos mesmos (Mititean, 2022).

Já no Barém, em 18 empresas, o ROA é impactado positivamente com o aumento das reuniões anuais do conselho de administração (Kukreja *et al.*, 2023).

Por fim, sobre a característica de número de reuniões anuais do conselho de administração os resultados são díspares.

3.3.2. Auditoria

A entidade auditora é um elemento importante do governo das sociedades uma vez que garante a transparência da empresa perante as partes interessadas (Rahman *et al.*, 2019).

Em 124 empresas ibéricas, no ano de 2013, percebeu-se que o tipo de firma que audita as empresas, não influencia significativamente o desempenho quando mensurada através do *Turnover*, embora seja um impacto positivo (Lopes *et al.*, 2016). No entanto, numa amostra de 97 empresas portuguesas e espanholas, o facto de ser auditada por uma Big4, não tem influência no ROE e na margem de lucro (Ferraz *et al.*, 2018).

Enquanto no Bangladesh se verifica que numa amostra de 109 empresas, no período de 2013 a 2017, existe uma relação positiva e estatisticamente significativa do desempenho medida pelo ROA com o facto de ser auditada por uma grande auditora. Assim, é notável que a qualidade da auditoria externa melhora o desempenho, principalmente, a perceção que os *stakeholders* têm relativamente às empresas pois as grandes auditoras tornam a informação financeira autêntica e confiável (Rahman *et al.*, 2019).

O elemento de auditoria diretamente ligado às características de governo das sociedades, a conclusão é a mesma que o conselho de administração, ou seja, ao realizar um comparativo, é necessário ter bem presente os objetivos do estudo em si para fazer uma análise.

É perceptível que na literatura os estudos relativos às características do conselho de administração presentes neste subcapítulo sejam variados e aprofundem objetivos, rácios, períodos temporais e países ou conjuntos de países diferentes, o que implica que os resultados sejam mistos. Ao fazer uma comparação e um aprofundamento de conhecimentos, é necessário ter pensamento crítico e analisar objetivamente o que é pretendido que seja refletido e analisar detalhadamente cada estudo.

3.4. Características das empresas

A dimensão da empresa e o endividamento são variáveis específicas das empresas que a literatura refere e que nesta investigação pretendem estudar o seu impacto, comparando com as

variáveis de governo das sociedades. É pretendido neste subcapítulo perceber de que forma o endividamento e a dimensão da empresa influenciam o desempenho das sociedades da Península Ibérica, como variáveis de controlo.

3.4.1. Dimensão da empresa

A dimensão da empresa é um fator importante na perspetiva da estrutura de capital, sendo que é um indicador importante num sistema económico que tem suscitado o interesse dos investigadores. Esta desempenha um papel importante na política de investimento das empresas pois significa que a empresa tem um enorme potencial para escolher diferentes oportunidades de investimento (Handriani & Robiyanto, 2018).

Diversos autores sugerem que o desempenho das empresas está relacionado com a sua dimensão. Concluem que a dimensão apresenta uma relação negativa com o desempenho, argumentado que as empresas de menor dimensão, geralmente, têm maior nível de risco e desse modo, maior instabilidade sobre os rendimentos (Neves, 2022).

No caso romeno, com 66 empresas cotadas de 2016 a 2020, o aumento da dimensão da empresa demonstrou um impacto positivo quando comparado com o ROA e um impacto negativo quando comparado com o ROE (Mititean, 2022). Em 941 observações de empresas cotadas na China, o aumento da dimensão da empresa tem um impacto positivo em termos de ROA e de ROE (Chan & Chu, 2022).

Um caso semelhante, no Vietname, em 506 empresas cotadas, o aumento da dimensão da empresa tem um impacto positivo no ROA (Nguyen & Dang, 2022). No Quênia, segundo Kiptoo *et al.* (2021) o impacto também é o mesmo. Já na Península Ibérica, com o indicador *Turnover*, o impacto deste aumento é positivo e significativo (Lopes *et al.*, 2016).

Já no que toca aos rácios ROE e tobin Q, o impacto do aumento da dimensão da empresa é positivo (Sharma *et al.*, 2023).

Segundo Rodríguez-Fernández (2015) existe uma forte relação negativa entre a dimensão da empresa e o desempenho. O aumento dos retornos financeiros torna-se uma tarefa difícil à medida que a dimensão da empresa aumenta. O foco não deve estar na dimensão do conselho de administração, mas sim na dimensão da empresa uma vez que é esta que diminui significativamente o desempenho.

Face ao exposto não é claro o sinal do impacto, mas é notável a significância do impacto da dimensão da empresa no desempenho.

3.4.2. Endividamento

O endividamento é o quociente entre o total do passivo a dividir pelo total do ativo. Este rácio é utilizado para medir o financiamento da dívida da empresa e indica a capacidade de a empresa fazer face às suas dívidas. É importante que as empresas mantenham um nível plausível neste rácio pois este pode beneficiar a economia, tanto no consumo como no investimento público. As empresas podem expor-se a maiores riscos ao ponto de estas não conseguirem cumprir as suas obrigações financeiras podendo originar a deterioração das atividades e dos desempenhos (Neves, 2022).

Num estudo com empresas da Roménia, o aumento do endividamento tem um impacto positivo no desempenho da empresa, medido pelo ROA e um impacto negativo no ROE (Mititean, 2022).

Em 506 empresas cotadas em bolsa no Vietname, no período de 2008 a 2020, o aumento do rácio de endividamento tem um impacto negativo no ROA (Nguyen & Dang, 2022) e na China, para uma amostra de 941 observações, num período recente de 16 anos, o impacto deste aumento é negativo em termos de ROA e de ROE (Chan & Chu, 2022).

Em termos de *Turnover*, em Portugal e Espanha, no ano de 2013, o impacto do incremento do endividamento é negativo e significativo (Lopes *et al.*, 2016).

Face ao supramencionado, não é claro o sinal do impacto, mas é notável a significância do endividamento no desempenho.

Assim sendo, tal como as características de governo das sociedades, os estudos presentes neste subcapítulo são variados e aprofundam objetivos, rácios, períodos temporais e países diferentes, o que implica que os resultados sejam variados. Ao fazer uma comparação e um aprofundamento de conhecimentos, é necessário ter pensamento crítico e analisar objetivamente o que é pretendido que seja refletido e analisado detalhadamente cada estudo.

4. Metodologia

A investigação académica e científica pretende obter novos conhecimentos através de métodos e metodologias diversificadas. O objetivo é descrever e interpretar fenómenos e o seu impacto na evolução social e organizacional (Lopes, 2015).

Neste capítulo será apresentada a metodologia adotada ao longo da dissertação, tendo por base os objetivos e questões de investigação. Será identificado o método de investigação, o horizonte temporal, o método de recolha de dados, as variáveis, a definição das hipóteses de investigação e o modelo estatístico.

4.1. Método de investigação

O objetivo principal do presente estudo foi compreender o impacto de características do governo das sociedades no desempenho das maiores empresas de Portugal e Espanha. Assim sendo, o método de investigação adotado foi o quantitativo.

Para a temática do governo das sociedades, foi analisada a divulgação obrigatória incluída no Relatório de Gestão e Contas em Portugal e nos *Informe de Gobierno Corporativo* em Espanha, neste caso um documento à parte para este tipo de divulgação. Para os dados financeiros, a recolha foi feita na base de dados *Thomson Reuters Eikon*.

4.2. Horizonte temporal do estudo

O presente estudo teve um horizonte temporal de cinco anos, correspondente ao ano de 2018 até ao ano de 2022.

4.3. Recolha de dados

A informação relacionada com as características de governo das sociedades, necessária para a realização do estudo, foi recolhida de forma manual através dos relatórios disponibilizados, de acordo com o aprofundamento da revisão da literatura. Os mesmos foram consultados no *website* oficial do Instituto Português de *Corporate Governance*¹ e nos *websites* oficiais das empresas portuguesas em estudo, no caso português e no *website* oficial da *Comisión Nacional Del Mercado de Valores*², no caso espanhol.

Estes *websites* disponibilizam os relatórios de governo societário divulgados pelas sociedades, todos os anos, uma vez que estas são disponibilizadas ao público por força legal.

¹ <https://cgov.pt/governo-das-sociedades/relatorios-de-governo-das-sociedades/2022>

² <https://www.cnmv.es/portal/consultas/ee/busquedaigc.aspx?lang=es>

Adicionalmente, a informação associada ao desempenho foi recolhida da base de dados base de dados *Thomson Reuters Eikon*.

Sobre os dados financeiros e os dados de governo societário, foram colocados numa base de dados e posteriormente, o desenho do modelo estatístico e consequente tratamento dos dados foi realizado recorrendo ao *software* estatístico SPSS, versão 29, para realizar uma análise exploratória, denominada regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados que permite avaliar qual o contributo das variáveis independentes, separadamente, sobre a variável dependente do estudo (Antas, 2016).

4.3.1. Escolha da população

A seleção da população teve por base o interesse em estudar a Península Ibérica dada a importância do mercado ibérico no contexto europeu e global, nomeadamente à influência das empresas portuguesas e espanholas nos mercados internacionais, principalmente na América Latina e em África, e à diferenciação cultural destes dois países do sul da Europa. Foram escolhidas empresas cotadas em bolsa uma vez que estas são obrigadas a divulgar informação financeira aos acionistas e divulgar a sua conformidade com o Código de Governo das Sociedades.

A amostra inicial foi de 51 sociedades, sendo elas as sociedades cotadas nos principais índices bolsistas de Portugal e Espanha, a 31 de dezembro de 2023. Em Portugal foram as que se encontram no índice bolsista português (PSI – *Portuguese Stock Index*), que conta com 16 sociedades, e no índice bolsista espanhol (IBEX 35 – *Iberia Index*), com 35 sociedades. Assim, iriam-se obter 255 observações.

4.3.2. Critérios de ajustamento da população

Após análise, recolha de dados e recolha de relatórios, foram aplicados 2 critérios de ajustamento, devido a dificuldades na obtenção de informação.

O primeiro, refere-se à impossibilidade de recolher os relatórios dos anos de 2018 a 2020, onde é possível observar as características de governo das sociedades, nos *websites* das sociedades ou das entidades que reúnem este tipo de informações. Assim, excluíram-se a Greenvolt – Energias Renováveis, S.A em Portugal e a Corporacion Acciona Energias Renovables, S.A. em Espanha.

O segundo critério foi a impossibilidade de recolha de dados na base de dados EIKON/Datastream. Assim, excluíram-se, também, a Arcelormittal, S.A., a Ferrovial, S.A. e a International Consolidated Airlines Group, S.A., todas elas sociedades espanholas.

Em suma, foram efetuadas 5 exclusões, perfazendo uma amostra final de 46 sociedades, conforme apêndice A. O número final de observações foram 230.

4.4. Variáveis

4.4.1. Variáveis dependentes

Com o objetivo de avaliar o desempenho das empresas cotadas em bolsa nos principais índices bolsistas da Península Ibérica, foram identificadas duas variáveis.

Neste estudo, de acordo com a literatura analisada, o desempenho foi avaliado através de dois indicadores, um comum de análise e outro não comum de análise. O indicador comum utilizado foi o ROA, dado pelo quociente entre o resultado antes de juros e impostos, e o total do ativo (Neves, 2022) e o indicador não comum de análise o *Turnover*, dado através do valor de volume de negócios (Lopes *et al.*, 2016).

As variáveis dependentes estudadas são apresentadas conforme tabela 4.1..

Tabela 4.1. – Variáveis Dependentes

(Fonte: Elaboração Própria)

Variáveis Dependentes	Notação	Cálculo	Referências
<i>Return on Assets</i>	ROA	$\frac{EBIT}{Ativo}$	Neves (2022), Mititean (2022)
<i>Turnover</i>	TUR	$\log Turnover Y_n$	Lopes <i>et al.</i> (2016)

O ROA é um indicador de gestão que consegue avaliar o ambiente interno da empresa e o modo como os recursos estão a ser geridos (Neves, 2022). Já o *Turnover* é o valor de volume de negócios, valores retirados diretamente da base de dados *Thomson Reuters Eikon*, que foi dado pela soma do valor de todas as negociações durante o dia de mercado para um instrumento específico.

4.4.2. Variáveis independentes

Tabela 4.2. – Variáveis Dependentes

(Fonte: Elaboração Própria)

Variáveis Independentes	Notação	Cálculo	Referências
Dimensão do CA	DIMCA	Nº total de membros no CA	Mititean (2022), Lopes <i>et al.</i> (2016), Abdulsamad <i>et al.</i> (2018), Chan and Chu (2022)
Proporção do Nº de mulheres no CA	MULCA	$\frac{N^{\circ} \text{ de mulheres no CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros no CA}}$	Mititean (2022), Lopes <i>et al.</i> (2016), Neves (2022), Ahmadi <i>et al.</i> (2018)
Proporção do Nº de membros independentes no CA	INDCA	$\frac{N^{\circ} \text{ de membros independentes no CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros no CA}}$	Mititean (2022), Lopes <i>et al.</i> (2016), Abdulsamad <i>et al.</i> (2018) Ahmadi <i>et al.</i> (2018), Chan and Chu (2022)
Proporção do Nº de membros não executivos no CA	NEXCA	$\frac{N^{\circ} \text{ de membros não executivos no CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros no CA}}$	Hadi & Hussain (2018)
Nº de reuniões anuais do CA	REUCA	Nº de reuniões anuais do CA	Mititean (2022), Abdulsamad <i>et al.</i> (2018), Vafeas (1999)
Auditoria	AUD	Empresa Auditora (<i>Dummy</i> – 1 se auditada por uma Big4; 0 caso contrário)	Lopes <i>et al.</i> (2016)

4.4.2.1. Outras variáveis

Tabela 4.3. – Outras variáveis

(Fonte: Elaboração Própria)

Outras variáveis	Notação	Cálculo	Referências
Índice do país	IND	<i>Dummy</i> – 1 Espanha; 0 caso contrário	Lopes <i>et al.</i> (2016)
Setor de atividade	SET	Atribuição de números de 1 a 11 conforme setor mencionado no subcapítulo <i>Variáveis Qualitativas</i>	Lopes <i>et al.</i> (2016)
Anos	N; N-1; N-2; N-3; N-4	<i>Dummy</i> – Ano em análise. “1” é o ano em análise e “0” não é o ano em análise.	Não aplicável

4.4.2.2. Variáveis de controlo

Tabela 4.4. – Variáveis de controlo

(Fonte: Elaboração Própria)

Variáveis de Controlo	Notação	Cálculo	Referências
Dimensão da empresa	DIM	$\log Ativo$	Mititean (2022), Lopes <i>et al.</i> (2016), Neves (2022), Chan and Chu (2022)
Endividamento	LEV	$\frac{Passivo}{Ativo}$	Mititean (2022), Lopes <i>et al.</i> (2016), Chan and Chu (2022)

4.5. Hipóteses de investigação

Tendo em conta os objetivos definidos anteriormente e tendo por base as variáveis dependentes (desempenho) e as independentes (as que explicam a desempenho), de acordo com a revisão da literatura, as hipóteses de investigação equacionadas neste estudo foram:

H1: O desempenho é influenciado significativamente com a dimensão do conselho de administração.

H2: O desempenho é influenciado significativamente com a proporção de mulheres do conselho de administração.

H3: O desempenho é influenciado significativamente com a proporção de membros independentes do conselho de administração.

H4: O desempenho é influenciado significativamente com a proporção de membros não executivos do conselho de administração.

H5: O desempenho é influenciado significativamente com o número de reuniões anuais do conselho de administração.

H6: O desempenho é influenciado significativamente com a dimensão da empresa.

H7: O desempenho é influenciado significativamente com o endividamento.

As hipóteses de investigação não avaliam se o impacto das variáveis é positivo ou negativo no desempenho uma vez que a literatura é difusa sobre os referidos impactos e não existe uma convergência objetiva sobre os mesmos. Assim sendo, a opção encontrada foi não incluir nas hipóteses referidas acima o respetivo sinal esperado do impacto.

4.6. Modelo estatístico

Após informação recolhida, no seguimento de rejeitar ou não rejeitar as hipóteses de investigação anteriormente definidas, foram utilizados modelos de regressão linear múltipla conforme estudos presentes na revisão da literatura. Assim sendo, foram avaliados e medidos

os impactos individualmente e no conjunto das variáveis independentes na variável dependente. Este estudo compreende dois modelos estatísticos: o ROA e o *Turnover*.

Foram tidas em consideração as características do modelo de regressão linear múltipla, nomeadamente relativo à sua capacidade de explicação e aos resíduos.

O modelo de regressão linear múltipla é representado pela equação:

$$\hat{Y} = \beta_0 + \beta_1 DIMCA + \beta_2 MULCA + \beta_3 INDCA + \beta_4 NEXCA + \beta_5 REUCA + \beta_6 AUD + \beta_7 IND + \beta_8 SET + \beta_9 DIM + \beta_{10} LEV + \beta_{11} N + \beta_{12} N - 1 + \beta_{13} N - 2 + \beta_{14} N - 3 + \beta_{15} N - 4 + \varepsilon$$

Onde:

- \hat{Y} são as variáveis dependentes para avaliar o desempenho: o ROA e o *Turnover*;
- DIMCA (Dimensão do conselho de administração); MULCA (Proporção do número de mulheres no conselho de administração); INDCA (Proporção de membros independentes no conselho de administração); NEXCA (Proporção de membros não executivos no conselho de administração); REUCA (Número de reuniões anuais do conselho de administração); AUD (*dummy* de auditoria); IND (Índice do país); SET (Setor de atividade); DIM (Dimensão da empresa); LEV (Rácio de endividamento); N (ano 2022); N-1 (ano 2021); N-2 (ano 2020); N-3 (ano 2019); N-4 (ano 2018) são as variáveis explicativas;
- ε é representa os valores de erro padrão presentes em cada modelo.

5. Análise e discussão dos resultados

Após a determinação do modelo estatístico apresentado no subcapítulo anterior e estando as variáveis em estudo definidas, neste capítulo irão ser apresentados e analisados os resultados obtidos ao longo da investigação. Será exposta a análise descritiva das variáveis da amostra, tanto a qualitativa como a quantitativa, a análise das medidas de associação bilaterais das variáveis e a análise dos modelos de regressão linear múltiplas elaborados.

5.1. Estatísticas descritivas

De modo a facilitar a compreensão sobre as principais características das variáveis analisadas, importa apresentar as respetivas estatísticas descritivas. Existem dois tipos de variáveis, as variáveis quantitativas e as variáveis qualitativas. O presente estudo contempla os dois tipos de variáveis.

As variáveis qualitativas são: a AUD, o N, o N-1, o N-2, o N-3, o N-4, o IND e o SET. As variáveis quantitativas são: o ROA, o TUR, a DIMCA, a MULCA, a INDCA, a NEXCA, o REUCA, a DIM e o LEV. Todas estas variáveis quantitativas são de carácter contínuo e estão sujeitas a um conjunto de medidas de análise como medidas de assimetria, medidas de curtose e também medidas de dispersão e medidas de tendência central (mínimo, média e máximo).

5.1.1. Variáveis qualitativas

Como já referido no capítulo da metodologia, a amostra divide-se em dois índices bolsitas, o principal de Portugal (PSI) e o principal de Espanha (IBEX 35). Na amostra de 230 observações, 155 delas referem-se a Espanha, representando cerca de 67% da amostra. Numa proporção inferior, Portugal compõe a amostra com 75 observações, representando 33% da amostra. Esta análise está descrita visualmente na figura 5.1..

Quanto à variável quantitativa SET, a alocação foi feita com base no *Global Industry Classification Standard* (GICS). Esta é uma estrutura de análise do setor que ajuda os investidores a compreender as principais atividades das empresas e foi criada para fornecer definições consistentes de cada setor.³

³ <https://www.msci.com/our-solutions/indexes/gics>

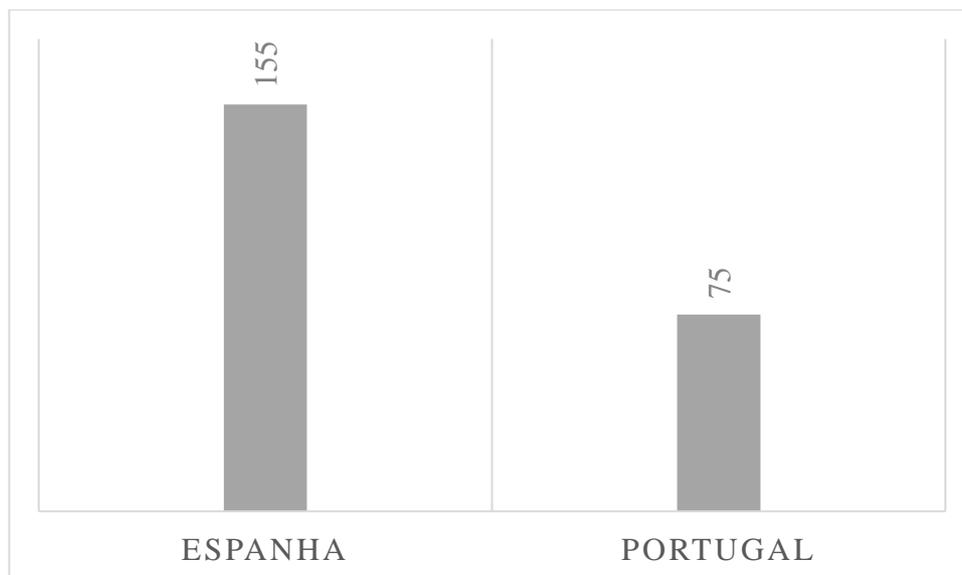


Figura 5.1. – Índice do país

(Fonte: Elaboração Própria)

Tabela 5.1. – GICS

(Fonte: Elaboração Própria)

GICS
Energia
Materiais
Industrial
Bens de Consumo Discricionário
Produtos Básicos de Consumo
Assistência Médica
Serviços Financeiros
Tecnologia da Informação
Serviços de Comunicações
Serviços de Utilidade Pública
Imóveis

Esta classificação encontra-se dividida em 11 setores, conforme tabela 5.1., 25 grupos de indústria, 74 indústrias e 163 subindústrias.

Relativamente à amostra, é possível verificar na figura 5.2. que o setor com mais observações é o de *Serviços de Utilidade Pública* com 60 observações, o equivalente a 26,09%. Seguidamente alocou-se o setor *Industrial* a 50 observações, representando 21,74% da amostra

e o setor *Serviços Financeiros* com 35 observações, o equivalente a 15,22% da amostra. Com 20 observações cada, alocaram-se os setores *Produtos Básicos de Consumo* e *Materiais*, representando cada um deles 8,7% da amostra. Já o setor *Serviços e Comunicações* com 15 observações (6,52%), o setor *Imóveis e Assistência Médica* com 10 observações cada (4,35% cada) e com 5 observações cada, os setores *Tecnologia da Informação* e *Bens de Consumo Discricionário* (2,17% cada).

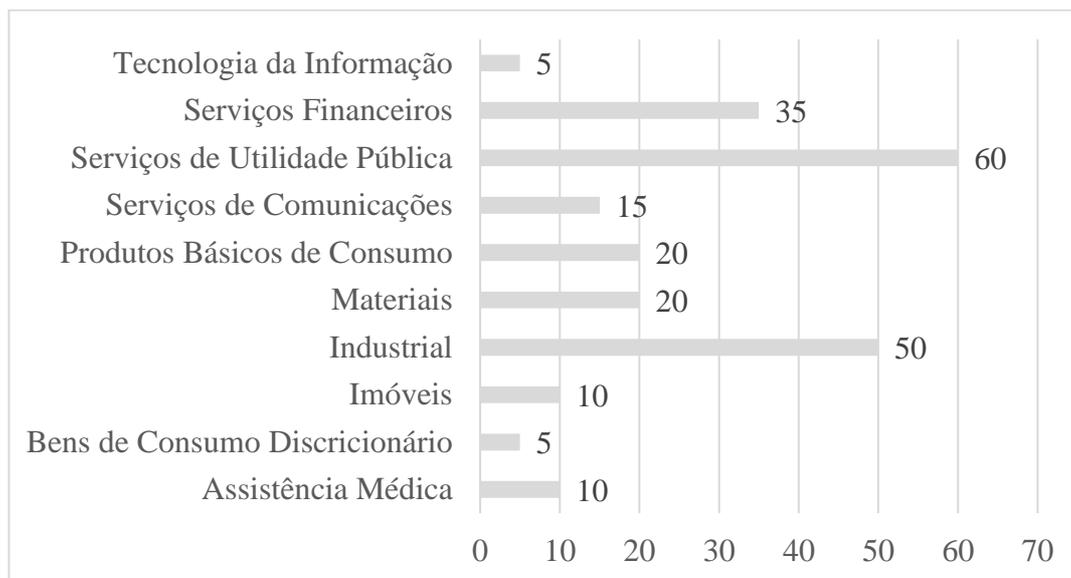


Figura 5.2. – Distribuição das empresas de acordo com o GICS

(Fonte: Elaboração Própria)

Por último, a variável AUD, ao analisar as informações disponibilizadas, percebeu-se que todas eram auditadas por uma empresa que pertence às Big4, isto é, o grupo de empresas líderes globais no segmento onde atuam, como por exemplo auditoria e contabilidade.

Como está representado na figura 5.3., a empresa que audita um maior número de empresas na amostra de 230 observações é a KPMG, com 70 observações, o equivalente a 30,43%, seguidamente encontra-se a *PricewaterhouseCoopers* (PwC) com 66 observações (28,70%), a *Ernst & Young* (EY) com 63 observações (27,39%) e por fim a *Delloite* com 31 observações (13,48%). De notar que nem todas as sociedades foram auditadas pela mesma empresa ao longo dos 5 anos.

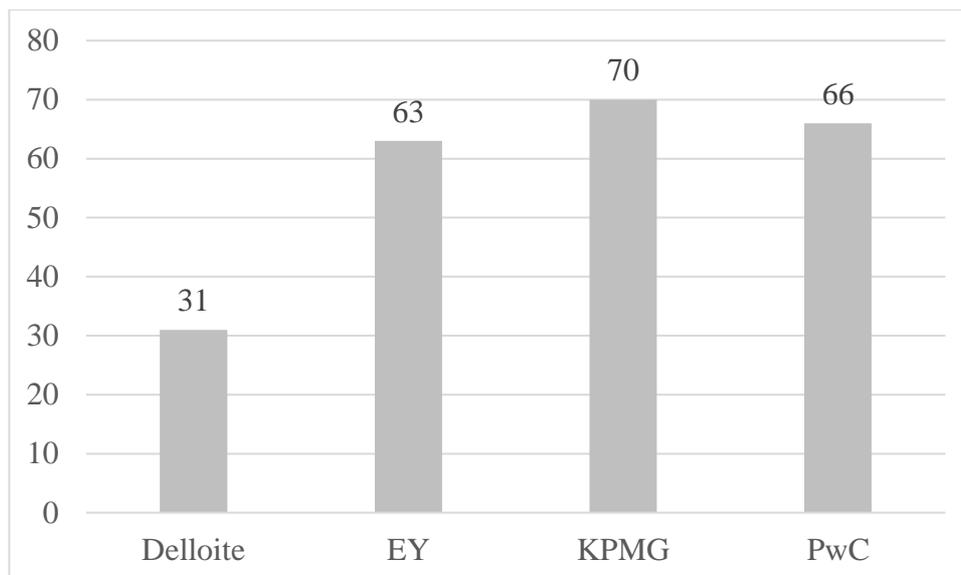


Figura 5.3. – Entidade Auditora

(Fonte: Elaboração Própria)

5.1.2. Variáveis quantitativas

A tabela 5.2. contém as estatísticas descritivas das variáveis quantitativas incluídas no estudo, nomeadamente a frequência absoluta, o mínimo, o máximo, a média, o desvio padrão, a assimetria e a curtose. As variáveis TUR e DIM foram ajustadas matematicamente com vista a serem apresentadas em função logarítmica para mitigar enviesamentos causados por problemas de escala.

Relativamente à variável REUCA, a mesma apresenta uma frequência absoluta inferior às restantes variáveis uma vez que foram retiradas as observações dos 5 anos da EDP Energias de Portugal SA para otimizar os modelos uma vez que apresentavam valores bastante superiores face às restantes observações (*outliers*).

Pode observar-se que relativamente às variáveis dependentes, em média, as sociedades presentes no estudo apresentam um retorno positivo do ativo de 0,078. No entanto, existe uma sociedade que num ano apresenta um ROA negativo (-0,095) e existe uma outra sociedade com um ROA de 1,601 num ano, representando assim o mínimo e o máximo desta variável. Já o TUR apresenta uma média positiva de 6,595, tendo como mínimo e máximo 3,344 e 8,099, respetivamente.

Sobre as variáveis independentes, iniciando pela dimensão do conselho de administração, os conselhos de administração das empresas ibéricas apresentam em média 13 membros, sendo o menor com 3 membros e o maior com 30 membros. Segundo Bennedsen *et al.* (2008), o impacto é negativo no ROA quando o conselho de administração apresenta seis ou mais

membros, sendo que a média é de 13 membros, o que poderá significar que o desempenho poderá ser impactado negativamente na maioria das empresas.

Tabela 5.2. – Estatísticas descritivas

(Fonte: Elaboração Própria)

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão	Assimetria	Curtose
ROA	230	-0,095	1,601	0,078	0,186	6,739	49,306
TUR	230	3,344	8,099	6,595	0,763	-0,924	2,054
DIMCA	230	3,000	30,000	12,974	3,739	0,816	4,664
MULCA	230	0,000	0,545	0,291	0,104	-0,609	0,485
INDCA	230	0,000	0,833	0,458	0,171	-0,569	0,352
NEXCA	230	0,333	0,944	0,786	0,129	-1,038	0,678
REUCA	225	4,000	53,000	12,080	5,458	3,142	18,742
DIM	230	8,596	12,239	10,188	0,795	0,384	-0,015
LEV	230	0,003	181,474	4,553	25,726	6,605	42,007

Seguindo para a proporção do número de mulheres no conselho de administração, obteve-se que em média 29% dos membros do conselho de administração são mulheres, sendo que há conselhos que não integram membros femininos e a maior proporção de membros do sexo feminino na amostra é de 55%. Carmo *et al.* (2022) consideram que o impacto no ROA é positivo quando esta proporção é de pelo menos 20% e neste estudo, em média a proporção é de 29%, um número superior o que poderá revelar um impacto positivo no ROA. Sobre a proporção de membros independentes, em média é 46%, sendo que há pelo menos um conselho de administração sem membros independentes e o que apresenta maior proporção é de 83%.

Dentro da proporção de membros independentes existe a proporção de membros não executivos que em média é de 79%, sendo o seu mínimo desta amostra de 33% e o seu máximo de 94%. A última característica de governo societário é o número de reuniões anuais do conselho de administração, que em média reúne 12 vezes ao ano, sendo que o mínimo de reuniões foram 4 e o máximo 53.

Sobre o desvio padrão, uma medida de dispersão, a maioria das variáveis apresentam valores inferiores a 1, à exceção das variáveis DIMCA, REUCA e LEV.

No que toca à assimetria das variáveis face à média, as variáveis TUR, MULCA, INDCA e NEXCA são assimétricas negativas à esquerda, ou seja, apresentam uma mediana superior à média. Já as variáveis ROA, DIMCA, REUCA, DIM e LEV são assimétricas positivas à direita uma vez que o teste de *Skewness* é positivo, ou seja, significa que as variáveis têm uma mediana inferior à média. De realçar que as variáveis ROA, REUCA e LEV são fortemente assimétricas uma vez que têm valores consideráveis inferiores a -1 ou superiores a 1.

Por fim, relativamente à curtose, esta descreve o grau de achatamento da distribuição e fornece informações sobre a intensidade das observações em torno dos valores centrais (Curto, 2021). As variáveis ROA, DIMCA e LEV são leptocúrticas e as variáveis TUR, MULCA, INDCA, NEXCA e DIM platicúrticas. A variável REUCA tem um valor muito perto de 3, o que poderá significar que será mesocúrtica.

5.2. Medidas de associação bilateral

Neste estudo é necessário aplicar medidas de associação bilateral que permitam compreender a relação entre as variáveis em estudo uma vez que o modelo em estudo se trata de uma regressão linear múltipla. Assim, importa verificar a multicolinearidade das variáveis utilizadas para garantir que não existem correlações fortes que possam colocar em causa a viabilidade do modelo (Ferreira, 2019).

Na tabela 5.3. apresenta-se a matriz de correlações de *Pearson*⁴, um coeficiente permite avaliar a intensidade da relação entre duas variáveis.

É possível averiguar que as relações entre as variáveis são diversas. No caso da variável DIMCA, correlaciona-se positivamente com as variáveis MULCA ($r = 0,082$; $\text{sig} = 0,214$), NEXCA ($r = 0,115$; $\text{sig} = 0,082$), REUCA ($r = 0,258$; $\text{sig} = 0,001$) e com a LEV ($r = 0,083$; $\text{sig} = 0,208$). O que significa que quanto maior a dimensão do conselho de administração, maiores serão as outras variáveis. Pelo contrário, a variável INDCA tem um impacto negativo na variável DIMCA ($r = -0,013$; $\text{sig} = 0,842$), o que implica que um menor número de elementos no conselho de administração implica uma menor proporção de membros independentes.

Relativamente à proporção de mulheres no conselho de administração, correlaciona-se negativamente com a variável LEV ($r = -0,052$; $\text{sig} = 0,430$). Contrariamente as variáveis INDCA ($r = 0,360$; $\text{sig} = 0,001$), NEXCA ($r = 0,355$; $\text{sig} = 0,001$), REUCA ($r = 0,091$; $\text{sig} = 0,172$) e DIM ($r = 0,245$; $\text{sig} = 0,001$) estão correlacionadas positivamente com a MULCA.

⁴ Escala de correlação utilizada: Muito Fraca $0 \leq x < 0,3$; Fraca $0,3 \leq x < 0,5$; Moderada $0,5 \leq x < 0,7$; Forte $0,7 \leq x < 0,9$ e Muito Forte $0,9 \leq x \leq 1$

Sobre a variável INDCA, esta correlaciona-se positivamente com as variáveis NEXCA ($r = 0,607$; $\text{sig} = 0,001$), DIM ($r = 0,339$; $\text{sig} = 0,001$) e LEV ($r = 0,160$; $\text{sig} = 0,15$) e negativamente com a variável REUCA ($r = -0,045$; $\text{sig} = 0,499$). Era de esperar que a independência do conselho de administração estivesse de certa forma correlacionada com a proporção de membros não executivos uma vez que os membros independentes são obrigatoriamente membros não executivos.

A proporção de membros não executivos correlaciona-se positivamente com a dimensão da empresa ($r = 0,484$; $\text{sig} = 0,001$) e com o rácio de endividamento ($r = 0,033$; $\text{sig} = 0,621$) e negativamente com o número de reuniões anuais do conselho de administração ($r = -0,123$; $\text{sig} = 0,065$).

O número de reuniões anuais do conselho de administração correlaciona-se positivamente com as variáveis DIM ($r = 0,097$; $\text{sig} = 0,146$) e LEV ($r = 0,078$; $\text{sig} = 0,245$) o que significa que uma atividade mais ativa do conselho de administração ao longo do ano implica que a dimensão da empresa e o endividamento aumente.

Por fim, a variável DIM correlaciona-se negativamente com a variável LEV ($r = -0,202$; $\text{sig} = 0,002$).

No geral, é possível concluir que o pressuposto da multicolineariedade não é afetado uma vez que não existem correlações fortes muito superiores a ($r > 0,70$) e a maioria apresenta correlações inferiores a ($r < 0,3$), sendo correlações fracas e até desprezíveis, para níveis de significância de 1% e 5%. A única correlação forte é entre as variáveis ROA e LEV ($r = 0,903$; $\text{sig} = 0,001$) o que era de esperar uma vez que a variável LEV na sua fórmula de cálculo inclui a variável ROA.

Assim sendo, pela análise da matriz do coeficiente de *Pearson*, aplicável a variáveis contínuas, são aplicáveis algumas correlações entre as variáveis independentes, contudo, as mesmas não são consideradas severas, não afetando a aderência global do modelo, conforme mostrado mais à frente na estatística F.

Tabela 5.3. – Coeficientes de correlação entre as variáveis

(Fonte: Elaboração Própria)

Variável	-	ROA	TUR	DIMCA	MULCA	INDCA	NEXCA	REUCA	DIM	LEV
ROA	Coef.	1								
	Sig.	-								
TUR	Coef.	0,076	1							
	Sig.	0,250	-							
DIMCA	Coef.	0,024	0,337** ⁵	1						
	Sig.	0,720	<0,001	-						
MULCA	Coef.	-0,060	0,312**	0,082	1					
	Sig.	0,362	<0,001	0,214	-					
INDCA	Coef.	0,106	0,577**	-0,013	0,360**	1				
	Sig.	0,109	<0,001	0,842	<0,001	-				
NEXCA	Coef.	-0,007	0,615**	0,115	0,355**	0,607**	1			
	Sig.	0,913	<0,001	0,082	<0,001	<0,001	-			
REUCA	Coef.	0,010	-0,093	0,258**	0,091	-0,045	-0,123	1		
	Sig.	0,882	0,165	<0,001	0,172	0,499	0,065	-		
DIM	Coef.	-0,270**	0,622**	0,427**	0,245**	0,339**	0,484**	0,097	1	
	Sig.	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001	0,146	-	
LEV	Coef.	0,903**	0,068	0,083	-0,052	0,160*	0,033	0,078	-0,202**	1
	Sig.	<0,001	0,307	0,208	0,430	0,015	0,621	0,245	0,002	-

⁵ Nota: ** p < 0,01; * p < 0,05

5.3. Análise dos modelos de regressão

De seguida serão apresentados os dois modelos de regressão linear múltipla presentes no estudo.

5.3.1. Modelo de regressão linear múltipla – ROA

O modelo de regressão linear múltipla que se refere à variável dependente ROA, denominado por Modelo 1, teve por base 13 variáveis explicativas independentes. A variável AUD uma vez que assume o valor 1 em toda a amostra (todas as sociedades ao longo dos cinco anos foram auditadas por uma Big4) foi irrelevante no estudo e a variável N-4 foi retirada do modelo de forma automática pelo *software* SPSS. O Modelo 1 pode ser visualizado na tabela 5.4..

O Modelo 1, apresenta na sua generalidade, uma boa capacidade explicativa de 82,9% segundo o valor de R^2 ajustado, o que implica que o comportamento da variável ROA é explicado em, aproximadamente, 83% pelas variáveis independentes presentes no modelo e que não foram excluídas pelo *software* SPSS.

No que se relaciona com a aderência global do modelo, analisou-se o teste ANOVA para um nível de significância de 1% ($F = 84,712$; $p < 0,001$) para a rejeição da hipótese nula. Assim sendo, conseguiu-se afirmar que existe pelo menos uma variável com um coeficiente β que é diferente de zero, logo o modelo é válido para a população em análise, ou seja, é globalmente aderente.

Sobre o pressuposto da autocorrelação, o modelo apresenta um valor de *Durbin-Watson* (DW) de 1,714, um valor bastante próximo de dois, o que permite concluir que os erros são independentes entre si.

No que toca ao pressuposto da multicolinearidade, o modelo não apresenta valores de VIF (*Variance Inflation Factor*) superiores a 10 (apresenta valores entre 1,105 e 2,367), logo, as variáveis explicativas não estão fortemente relacionadas entre si. Também as tolerâncias das variáveis independentes apresentam valores superiores a 0,1 (apresenta valores entre 0,422 e 0,905). Assim sendo, o Modelo 1 não apresenta problemas neste pressuposto.

Para um nível de confiança de 90% (significância de 10%), podemos afirmar que a variável REUCA ($t = -1,893$; $p = 0,060$) é estatisticamente significativa. Ou seja, o número de reuniões anuais do conselho de administração tem influência no desempenho em termos de rentabilidade do ativo.

Para um nível de significância de 5% (nível de confiança de 95%), as variáveis N-2 ($t = -2,455$; $p = 0,015$, DIM ($t = -2,249$; $p = 0,026$) e LEV ($t = 28,637$; $p < 0,001$) são estatisticamente significativas. Ou seja, o ano de 2020, a dimensão da empresa e o rácio de endividamento têm

impacto no desempenho das sociedades ibéricas presentes na amostra, quando este é calculado através do ROA.

Tabela 5.4. – Modelo 1 (ROA)

(Fonte: Elaboração Própria)

Modelo 1	β	t	Sig.	TOL	VIF
(Constante)	0,308	3,928	< 0,001		
DIMCA	0,001	0,364	0,716	0,614	1,629
MULCA	0,034	0,540	0,590	0,606	1,650
INDCA	-0,020	-0,454	0,650	0,489	2,047
NEXCA	-0,030	-0,483	0,630	0,422	2,367
REUCA	-0,002	-1,893	0,060	0,866	1,155
N	0,016	0,866	0,388	0,487	2,055
N-1	-0,029	-1,640	0,103	0,536	1,867
N-2	-0,042	-2,455	0,015	0,584	1,713
N-3	-0,003	-0,198	0,843	0,608	1,645
IND	0,015	0,938	0,349	0,473	2,112
SET	-0,001	-0,836	0,404	0,905	1,105
DIM	-0,021	-2,249	0,026	0,489	2,046
LEV	0,006	28,637	< 0,001	0,790	1,266
R²			0,839		
Adj. R²			0,829		
F			84,712		
Sig			< 0,001		
DW			1,714		

Não estatisticamente significativas são as variáveis DIMCA (t = 0,364; p = 0,716), MULCA (t = 0,540; p = 0,590), INDCA (t = -0,454; p = 0,650), NEXCA (t = -0,483; p = 0,630), N (t = 0,866; p = 0,388), N-1 (t = -1,640; p = 0,103), N-3 (t = -0,198; p = 0,843), IND (t = 0,938; p = 0,349) e SET (t = -0,836; p = 0,404), uma vez que ultrapassam um nível de significância de 10% (nível de confiança de 90%) o que não implica influência no desempenho das maiores empresas ibéricas quando estas são avaliadas através do seu retorno sobre o ativo.

Ao cruzar com a informação obtida com a literatura supramencionada, é possível verificar no que toca à variável DIMCA, relativamente ao ROA, esta tem um impacto positivo, mas não estatisticamente significativo, logo rejeitou-se a hipótese de investigação um (*H1*). Este *output* corrobora o estudo de Mititean (2022) o que pode significar que um maior número de membros no conselho de administração, tem um impacto positivo no desempenho. Contrariamente a este estudo, Chan and Chu (2022) e Abdulsamad *et al.* (2018), obtiveram um impacto negativo e consideram que a eficácia do conselho de administração não se deve ao aumento da dimensão, mas sim ao funcionamento como um todo do mesmo.

Sobre a variável MULCA, esta apresenta um impacto positivo, mas não estatisticamente significativo, rejeitou-se assim a hipótese de investigação dois (*H2*). Este resultado corroborou o estudo de Mititean (2022), ou seja, a percentagem de mulheres no conselho de administração aumenta o nível de desempenho da empresa. Também foi de encontro ao obtido por Ahmadi *et al.* (2018) que referem que a diversidade de género no conselho de administração acrescenta valor, melhora a monitorização do conselho e proporciona legitimidade ao mesmo, trazendo mais perspectivas, aumentando a colaboração e a orientação dos gestores, e conseqüentemente, melhoram as relações com as partes interessadas. No entanto, não corroborou o estudo de Neves (2022).

Seguindo para a variável da proporção de membros independentes, o impacto que apresenta no ROA é negativo e não estatisticamente significativo. Assim sendo, rejeitou-se a hipótese de investigação três (*H3*). Este impacto corroborou o estudo de Mititean (2022) e o de Chan and Chu (2022). Assim, poderá concluir-se que esta proporção não melhora o desempenho. No entanto, contrariamente ao por nós obtido, Ahmadi *et al.* (2018) e Abdulsamad *et al.* (2018) obtiveram um impacto positivo e referem que o mesmo apoiou os pressupostos da teoria da agência. Uma possível explicação para o resultado é o facto de os administradores independentes poderem não ter uma relação com a empresa e ao mesmo tempo, poderem estar fortemente envolvidos nas assembleias gerais e conseguirem adquirir outros conhecimentos externos, que contribuirão para o desempenho da empresa.

No que se refere à variável NEXCA, foi rejeitada a hipótese de investigação quatro (*H4*) uma vez que o seu impacto não foi estatisticamente significativo e foi negativo. A proporção de membros no conselho de administração que não estão diretamente ligados à sociedade devia ser maior para diminuir os conflitos de agência, tal como Hadi & Hussain (2018) referem. Era de esperar que à medida que esta proporção aumentasse, que o desempenho também aumentasse, contrariamente ao que foi obtido.

Sobre o número anual de reuniões do conselho de administração, é relevante mencionar que esta variável REUCA é a única variável de governo das sociedades que apresentou um impacto estatisticamente significativo, logo, não se rejeitou a hipótese de investigação cinco (*H5*). Adicionalmente o seu impacto é negativo, o contrário do que foi obtido por Mititean (2022) mas em linha do obtido por Abdulsamad *et al.* (2018) e (Vafeas, 1999) que consideram que uma possível explicação deste efeito é quando os administradores realizam mais reuniões, o seu desempenho não se torna obrigatoriamente mais eficaz. Tal pode dever-se ao facto de as decisões tomadas pelo conselho de administração podem ser influenciadas pelo número das mesmas.

Sobre as variáveis que representam os anos em análise N (2022), N-1 (2021), N-2 (2020) e N-3 (2019), apenas o ano de 2022 apresentou um impacto positivo. Estes resultados podem estar relacionados com o aparecimento do Covid-19 que surgiu no final de 2019, foi considerada pandemia em março de 2020 pela Organização Mundial da Saúde e apenas amenizou os seus efeitos no final do ano de 2021.

A variável do índice do país teve um impacto positivo e não estatisticamente significativo no ROA. Em sinal contrário, o setor representou um impacto negativo e também não significativo.

Por fim, sobre as variáveis de controlo DIM e LEV, não rejeitámos as hipóteses de investigação *H6* e *H7* pois, ambas são significativas quando avaliado o seu impacto no desempenho, no entanto, para a variável DIM o impacto é negativo e para a variável LEV o impacto é positivo, não corroborando o obtido por Mititean (2022). No entanto, relativamente à dimensão da empresa, o estudo de (Neves, 2022), foi de encontro ao por nós obtido, e que sugere que quanto mais ativos as empresas tiverem, mais difícil será a sua gestão e, conseqüentemente um desempenho menor. Já Chan and Chu (2022) obtiveram resultados opostos ao por nós obtido, relativamente a estas duas variáveis.

5.3.2. Modelo de regressão linear múltipla – *Turnover*

Na mesma linha de raciocínio do modelo de regressão linear múltipla 1, este Modelo 2, refere-se à variável dependente *Turnover*. Este modelo também teve por base 13 variáveis explicativas independentes. A variável AUD também assume o valor 1 em toda a amostra (todas as sociedades ao longo dos cinco anos foram auditadas por uma grande sociedade auditadora) logo foi irrelevante no estudo e a variável N-4 foi retirada do modelo de forma automática pelo *software* SPSS.

O Modelo 2 pode ser entendido na tabela 5.5., e apresenta na sua generalidade, uma boa capacidade explicativa de 68,5% segundo o valor de R^2 ajustado, o que implica que o comportamento da variável *Turnover* é explicado em, aproximadamente, 69% pelas variáveis independentes presentes no modelo e que não foram excluídas pelo *software*.

Tabela 5.5. – Modelo 2 (*Turnover*)

(Fonte: Elaboração Própria)

Modelo 2	β	t	Sig.	TOL	VIF
(Constante)	2,255	5,177	< 0,001		
DIMCA	0,066	5,676	< 0,001	0,614	1,629
MULCA	0,232	0,655	0,513	0,606	1,650
INDCA	0,886	3,699	< 0,001	0,489	2,047
NEXCA	0,209	0,611	0,542	0,422	2,367
REUCA	-0,025	-4,326	< 0,001	0,866	1,155
N	0,231	2,240	0,026	0,487	2,055
N-1	0,034	0,349	0,727	0,536	1,867
N-2	-0,085	-0,904	0,367	0,584	1,713
N-3	-0,089	-0,967	0,335	0,608	1,645
IND	0,560	6,194	< 0,001	0,473	2,112
SET	0,029	2,881	0,004	0,905	1,105
DIM	0,251	4,872	< 0,001	0,489	2,046
LEV	0,001	0,858	0,392	0,790	1,266
R²	0,703				
Adj. R²	0,685				
F	38,467				
Sig	< 0,001				
DW	1,116				

Novamente, com base no teste da ANOVA feito no *software* SPSS, para um nível de significância de 1% ($F = 38,467$; $p < 0,001$) para a rejeição da hipótese nula, consequentemente, conseguiu-se afirmar que existe pelo menos uma variável com um coeficiente β que é diferente de zero, logo o modelo é globalmente aderente.

Sobre o pressuposto da autocorrelação, o modelo apresenta um valor de DW de 1,116. Neste caso concreto, e atendendo a que estamos perante uma amostra de dimensão significativa, podemos assumir que os erros são independente e identicamente distribuídos, convergindo assintoticamente para uma distribuição normal. Ou seja, os erros têm variância constante (homocedasticidade) e não estão correlacionados. Sob essas condições, à medida que o tamanho da amostra aumenta, a distribuição da soma dos erros converge para uma distribuição normal.

No que toca ao pressuposto da multicolineariedade, este modelo é semelhante ao Modelo 1, pois não apresenta valores de VIF superiores a 10, o que é positivo, (apresenta valores entre 1,105 e 2,367), logo, as variáveis independentes não estão fortemente relacionadas entre si e também as tolerâncias das variáveis explicativas apresentam valores superiores a 0,1 (apresenta valores entre 0,422 e 0,905).

Para um nível de significância de 5% (nível de confiança de 95%), as variáveis DIMCA ($t = 5,676$; $p < 0,001$), INDCA ($t = 3,699$; $p < 0,001$), REUCA ($t = -4,326$; $p < 0,001$), N ($t = 2,240$; $p = 0,026$), IND ($t = 6,194$; $p < 0,001$), SET ($t = 2,881$; $p = 0,004$), DIM ($t = 4,872$; $p < 0,001$) são estatisticamente significativas. Ou seja, têm impacto no desempenho quando este é calculado através do *Turnover*.

Não estatisticamente significativas são as variáveis MULCA ($t = 0,655$; $p = 0,513$), NEXCA ($t = 0,611$; $p = 0,542$), N-1 ($t = 0,349$; $p = 0,727$), N-2 ($t = -0,904$; $p = 0,367$), N-3 ($t = -0,967$; $p = 0,335$) e LEV ($t = 0,858$; $p = 0,392$), uma vez que ultrapassam um nível de confiança de 10% (nível de confiança de 90%) o que implica que não apresentam influência no desempenho das maiores sociedades portuguesas e espanholas quando estas são avaliadas através do seu volume de negócios.

À semelhança do Modelo 1, neste Modelo 2, ao cruzar a informação obtida com a literatura supramencionada, é possível verificar no que toca à variável DIMCA, relativamente ao *Turnover*, esta apresentou um impacto positivo e significativo, logo não se rejeitou a hipótese de investigação um ($H1$). O impacto positivo, corroborou o resultado de Lopes *et al.* (2016).

Sobre a variável MULCA, esta apresentou um impacto positivo, mas não estatisticamente significativo, rejeitando-se assim a hipótese de investigação dois ($H2$). Este resultado não corroborou o estudo de Lopes *et al.* (2016).

Seguindo para a variável da proporção de membros independentes, o impacto que apresentou no *Turnover* foi positivo e estatisticamente significativo. Assim sendo, não se rejeitou a hipótese de investigação três ($H3$). Este impacto não corroborou com o estudo de Lopes *et al.* (2016). No que se refere à variável NEXCA, foi rejeitada a hipótese de investigação quatro ($H4$) uma vez que o seu impacto não foi estatisticamente significativo e foi positivo.

Comparando as duas proporções, é notória a diferenciação de valores o que poderá sugerir que existe um esforço para a diferenciação de membros não executivos e de membros independentes para a diminuição dos custos de agência, tal como Magalhães (2019) menciona.

Sobre o número anual de reuniões do conselho de administração, este apresentou um impacto estatisticamente significativo, logo, não se rejeitou a hipótese de investigação cinco (*H5*). Adicionalmente o seu impacto foi negativo.

Sobre as variáveis que representam os anos em análise N (ano 2022), N-1 (ano 2021), N-2 (ano 2020) e N-3 (ano 2019), o ano de 2021 e o ano de 2022 apresentaram um impacto positivo e os anos 2019 e 2020 um impacto negativo. Estes resultados podem estar relacionados com o aparecimento do Covid-19 que surgiu no final de 2019 e apenas amenizou os seus efeitos no final do ano de 2021.

A variável do índice do país e a variável do setor, apresentaram um impacto positivo e significativo. Corroboraram assim a evidência existente de Lopes *et al.* (2016) apenas para a variável IND. Estes consideram que é um resultado esperado pois porque as empresas estão integradas num mercado globalizado, com estruturas de governação diversificadas e afetadas por externalidades macroeconómicas.

Por fim, sobre as variáveis de controlo DIM e LEV, apenas a variável DIM foi estatisticamente significativa. Ambas apresentaram um impacto positivo. Apenas o impacto da variável DIM corroborou o estudo de Lopes *et al.* (2016). Assim sendo, rejeita-se a hipótese de investigação *H7* mas não a *H6*.

6. Conclusão e considerações finais

Como referido ao longo da dissertação, este estudo teve como principal objetivo examinar o impacto que características de governo societário e outras, representam no desempenho das maiores empresas cotadas em Portugal e Espanha.

De modo a analisar qual o impacto que características usuais e não usuais de análise, podem representar no desempenho das empresas, calculado de forma mais e menos comum, foram escolhidas, de acordo com a revisão da literatura e com a análise dos relatórios, características relativas ao conselho de administração. Estas características foram a dimensão, a proporção de mulheres, a proporção de membros independentes, a proporção de membros não executivos e o número de reuniões anuais. Outras variáveis analisadas foram o índice do país, o setor de atividade e como variáveis de controlo o endividamento e a dimensão da empresa. O desempenho foi avaliado através de dois indicadores, o ROA e o *Turnover*. O estudo teve por base uma amostra de 46 sociedades ibéricas num período temporal de cinco anos (2018-2022), um total de 230 observações. A seleção da população baseou-se no interesse de estudar a Península Ibérica dada a importância do mercado ibérico no contexto europeu e global e à diferenciação cultural destes dois países do sul da Europa. Foram escolhidas empresas cotadas em bolsa uma vez que estas são obrigadas a divulgar esta informação financeira aos acionistas e em conformidade com o Código de Governo das Sociedades. A informação necessária para a realização do estudo foi recolhida junto dos *websites* oficiais e toda a informação estatística, e consequente desenho dos modelos estatísticos, foi tratada recorrendo ao SPSS.

Analisados os resultados obtidos no Modelo 1, sobre a variável DIMCA, concluiu-se um impacto positivo no ROA, mas não estatisticamente significativo, logo rejeitou-se *H1*. Segundo Mititean (2022) pode significar que um maior número de membros no conselho de administração, tem este impacto. A variável MULCA apresentou um impacto positivo, mas não estatisticamente significativo o que implicou rejeitar *H2*. Este resultado corrobora o estudo de Mititean (2022), ou seja, a percentagem de mulheres no conselho de administração aumenta o nível de desempenho da empresa. Ahmadi *et al.* (2018) referem que a diversidade de género no conselho de administração acrescenta valor, melhora a monitorização do conselho e proporciona legitimidade ao mesmo. Seguindo para a variável da proporção de membros independentes, o impacto que apresenta no ROA é negativo e não estatisticamente significativo. Assim sendo, rejeitou-se *H3*. Logo, esta proporção não deverá melhorar o desempenho. No entanto, contrariamente ao por nós obtido, Ahmadi *et al.* (2018) e Abdulsamad *et al.* (2018) obtiveram um impacto positivo e referem que o mesmo apoiou os pressupostos da teoria da agência. No que se refere à variável NEXCA, rejeitou-se *H4* uma vez que o seu impacto não é

estatisticamente significativo e é negativo. A proporção de membros no conselho de administração, que não estão diretamente ligados à sociedade, devia ser maior para diminuir os conflitos de agência, tal como Hadi and Hussain (2018) referem. Faria sentido que à medida que esta proporção aumentasse, que o desempenho também aumentasse (o impacto fosse positivo), contrariamente ao que foi obtido. Sobre o número anual de reuniões do conselho de administração, é a única variável de governo das sociedades que apresentou um impacto estatisticamente significativo, logo, não se rejeitou *H5*. O impacto no ROA é negativo, o contrário do que foi obtido por Mititean (2022) mas em linha do obtido por Abdulsamad *et al.* (2018) e Vafeas (1999) que consideram que quando os administradores realizam mais reuniões, o seu desempenho não se torna obrigatoriamente mais eficaz. Tal pode dever-se ao facto de as decisões tomadas pelo conselho de administração poderem ser influenciadas pelo número das mesmas. A variável do índice do país tem um impacto positivo e não estatisticamente significativo no ROA. Em sinal contrário, o setor representa um impacto negativo e também não significativo. Por fim, sobre as variáveis de controlo DIM e LEV, não rejeitamos as hipóteses de investigação *H6* e *H7* pois, ambas são significativas quando avaliado o seu impacto no desempenho e com sinais contrários.

No Modelo 2, a variável DIMCA apresentou um impacto positivo e significativo, logo não se rejeitou *H1*. Sobre a variável MULCA, esta apresenta um impacto positivo, mas não estatisticamente significativo, logo rejeitou-se a hipótese de investigação dois. Seguindo para a variável da proporção de membros independentes, o impacto que apresenta no *Turnover* é positivo e estatisticamente significativo. Assim sendo, não se rejeitou *H3*. No que se refere à variável NEXCA, rejeitou-se *H4* uma vez que o seu impacto não é estatisticamente significativo e é positivo. Comparando as duas últimas proporções, é notória a diferenciação de valores o que poderá sugerir que existe um esforço para a diferenciação de membros não executivos e de membros independentes para a diminuição dos custos de agência, tal como Magalhães (2019) menciona. Sobre o número anual de reuniões do conselho de administração apresenta um impacto estatisticamente significativo, logo, não se rejeitou a hipótese de investigação cinco (*H5*). Adicionalmente o seu impacto é negativo. A variável do índice do país e a variável do setor, apresentam as duas um impacto positivo e significativo. Por fim, sobre as variáveis de controlo DIM e LEV, apenas a variável DIM é estatisticamente significativa. Ambas apresentam um impacto positivo. Assim sendo, rejeita-se a hipótese de investigação *H7* mas não a *H6*.

Em suma, cruzando os dois modelos, as hipóteses de investigação que não se rejeitam, referem-se ao impacto significativo do número de reuniões anuais do conselho de administração

(H5) e da dimensão da empresa (H6) no desempenho. Em suma, os resultados evidenciam que quando o desempenho é avaliado pelo ROA, o mesmo é afetado negativamente pelo número de reuniões anuais do conselho de administração. No entanto, quando o desempenho é avaliado pelo *Turnover*, a dimensão e a proporção de membros independentes no conselho de administração tem um impacto positivo no mesmo e o número de reuniões anuais no conselho de administração impacta negativamente este indicador.

Este estudo contribui de forma útil, em primeiro lugar para fins académicos pois, este trabalho poderá ser um apoio ou um complemento a outras investigações. Em segundo lugar para as empresas, quer para os gestores ou acionistas, terem por base este estudo para melhorarem estratégias para atrair investimento e segurança no mercado, ou seja, verificarem que variáveis apresentam um impacto desejado na ótica pretendida e ajudar na tomada de decisão mais consciente. Finalmente, para organismos relacionados com o governo das sociedades, espera-se que este estudo seja um desafio para a melhoria dos códigos em vigor, quer a nível estrutural, quer a nível da inserção de novas divulgações com temas extremamente atuais, como a sustentabilidade e inteligência artificial, para promover a transparência e o incentivo ao investimento.

Este trabalho apresentou limitações, nomeadamente na recolha de informação financeira e não financeira. As variáveis de governo das sociedades são apresentadas de forma diferente nos relatórios portugueses e espanhóis, o que dificultou a recolha dos dados e as variáveis financeiras na base de dados *Thomson Reuters Eikon* não apresentaram valores para todas as sociedades presentes na amostra. Adicionalmente, aliado ao facto de os relatórios de governo societários ibéricos serem estruturalmente diferentes, as variáveis quantitativas possíveis de análise presentes em ambos os relatórios são residuais o que dificultou a conjugação de informação entre os dois países.

Em trabalhos futuros uma análise deste tipo é frutífera quando feita por determinados grupos de países ou empresas. Analisar as variáveis utilizadas neste estudo e outras, aqui não contempladas, bem como outros indicadores de desempenho para uma amostra com mais observações, com a intenção de criar ferramentas úteis para apoiar os *stakeholders* e promover os principais objetivos do governo das sociedades e de cada empresa. Este tipo de análise pode ser divididas por zonas, modelos económicos, modelos políticos, organizações sociais ou tipos de atividade onde as empresas se inserem.

7. Outros recursos

CMVM. (n.d.). Recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas. Disponível em: <https://www.cmvm.pt/PInstitucional/Content?Input=ED9704A69A688B71E5932E8AE4AE4ADFE9147E56842E9B0BC82A79171F6DC63B> (acedido a 05 de outubro de 2023)

CNMV. (2020). Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas. Disponível em: <https://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx> (acedido a 22 de janeiro de 2024)

CSC. Diário da República. Disponível em: <https://diariodarepublica.pt/dr/legislacao-consolidada/decreto-lei/1986-34443975-67323471> (acedido a 08 de setembro de 2024)

IPCG. Código de Governo das Sociedades 2023. Disponível em: <https://cgov.pt/images/ficheiros/2023/cgs-revisao-de-2023-ebook.pdf> (acedido a 06 de novembro de 2023)

IPCG. (n.d.) O Corporate Governance. Disponível em: <https://cgov.pt/o-ipcg/327> (acedido a 17 de dezembro de 2023)

OCDE. (2016). Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE. Éditions OCDE, Paris. doi:<https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt> (acedido a 20 de dezembro de 2023)

8. Referências bibliográficas

- Abdulsamad, A. O., Fauziah, W. Y., & Lasyoud, A. A. (2018). The influence of the board of directors' characteristics on firm performance: Evidence from Malaysian public listed companies. *Corporate Governance and Sustainability Review*, 2(1), pp. 6-13. doi:<http://doi.org/10.22495/cgsrv2i1p1>
- Ahmadi, A., Nakaa, N., & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44, pp. 218-226. doi:<http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.083>
- Alzoubi, A. B., Nicholson, G., Dahmash, F. N., & Shiyyab, F. S. (2024). Australian board composition and performance: Meta-analysis and implications for governance research. *Journal of Governance and Regulation*, 13(1), 203-213. doi:<https://doi.org/10.22495/jgrv13i1art18>
- Antas, A. R. (2016). Corporate governance e o desempenho das empresas portuguesas. *ISCTE-IUL*. doi:<http://hdl.handle.net/10071/14042>
- Arayakarnkul, P., Chatjuthamard, P., Lhaopadchan, S., & Treepongkaruna, S. (2021). Corporate governance, board connections and remuneration. 29, pp. 795-808. doi:<https://doi.org/10.1002/csr.2234>
- Benedito, A. R. (2018). O Corporate Governance na rota de colisão da Gestão Empresarial irregular, assimétrica e opaca. Estudo sobre casos de Empresas de topo com fragilidades de Corporate Governance. *ISG - Instituto Superior de Gestão*. doi:<http://hdl.handle.net/10400.26/27982>
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C., & Nielsen, K. M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. 32, pp. 1098-1109. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.09.016>
- Berezinets, I., Ilina, Y., & Cherkasskaya, A. (2017). Board structure, board committees and corporate performance in Russia. 43(10), pp. 1073-1092. doi:<https://doi.org/10.1108/MF-11-2015-0308>
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2006). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.004>

- Borlea, S. N., Achim, M. V., & Mare, C. (2017). Board characteristics and firm performances in emerging economies. Lessons from Romania. *Economic Research-Ekonomska*, 30(1), pp. 55-75. doi:10.1080/1331677X.2017.1291359
- Boukattaya, S., & Omri, A. (2021). Impact of board gender diversity on corporate social responsibility and irresponsibility: Empirical evidence from France. *Sustainability (Switzerland)*, 13, p. 4712. doi:https://doi.org/10.3390/su13094712
- Cadbury, A. (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance. *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.*
- Carmo, C., Alves, S., & Quaresma, B. (2022). Women on Boards in Portuguese Listed Companies: Does Gender Diversity Influence Financial Performance? *Sustainability*, 14(10), 6186. doi:https://doi.org/10.3390/su14106186
- Chan, W. K., & Chu, E. Y. (2022). The Impacts of Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure on Firm Performance: A Case Study of Chinese Dual-Listed Companies. *Advances in Decision Sciences*, 24(4), 98-126. doi:10.47654/v26y2022i4p98-126
- Contreira, M. S. (2016). Os desafios da teoria da agência no seio das sociedades comerciais. *ISCTE-IUL*. doi:http://hdl.handle.net/10071/12585
- Curto, J. J. (2021). *Estatística com R: Aprenda Fazendo*.
- Domene, F., & Merello, P. (2020). Determining Factors of Gender Diversity in the Spanish Boards. Em *Modeling Economic and Social Behavior* (p. 47).
- Duarte, T. A. (2007). O governo das sociedades (corporate governance) - análise do desempenho das sociedades cotadas em bolsa respondentes ao 4º inquérito da CMVM sobre práticas relativas ao governo das sociedades. *Instituto Superior de Economia e Gestão*. doi:http://hdl.handle.net/10400.5/921
- Eluyela, D. F., Akintimehin, O. O., Okere, W., Ozordi, E., Osuma, G. O., Ilogho, S. O., & Oladipo, O. A. (2018). Board meeting frequency and firm performance: examining the nexus in Nigerian deposit money banks. *Heliyon*, 4(10). doi:https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2018.e00850
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*.
- Farinha, J. (2003). Corporate Governance: A Survey of the Literature. *Universidade do Porto Economia Discussion Paper(2003-06)*. doi:http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.470801

- Ferraz, D. P., Lopes, I. T., & Kopliku, A. (2018). Can board diversity and choice of auditor enhance profitability? *International Journal of Business Performance Management*, 19(3), pp. 289-306. doi:<http://hdl.handle.net/10071/16257>
- Ferreira, P. L. (2019). Características de governo das sociedades e manipulação de resultados. *Iscte - Instituto Universitário de Lisboa*. doi:<http://hdl.handle.net/10071/19170>
- García-Ramos, R., & Díaz, B. D. (2021). Board of directors structure and firm financial performance: A qualitative comparative analysis. *Long Range Planning*, 54(6), 102017. doi:<https://doi.org/10.1016/j.lrp.2020.102017>
- Garg, A. K. (2007). Influence of board size and independence on firm performance: a study of indian companies. *Vikalpa*, 32(3), 39-60. doi:10.1177/0256090920070304
- Hadi, A. R., & Hussain, M. A. (2018). Corporate governance, high net-worth construction companies and firm's performance - evidence from Warsaw Stock Exchange in Poland. *International Journal of Management and Business Research*, 8(3), 83-93. Obtido de <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:169314078>
- Haji, A. A., & Mubaraq, S. (2015). The implications of the revised code of corporate governance on firm performance: A longitudinal examination of Malaysian listed companies. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 5(3), pp. 250-380. doi:10.1108/JAEE-11-2012-0048
- Hamdouni, A. (2011). Venture capitalist's monitoring through board membership and the performance of IPO firms: Empirical evidence from France. *International Research Journal of Finance and Economics*, 65, pp. 124-133.
- Handriani, E., & Robiyanto, R. (2018). Institutional ownership, independent board, the board size, and firm performance: Evidence from Indonesia. *Contaduria y Administracion*, 64(3). doi:10.22201/fca.24488410e.2018.1849
- Hapsoro, D., & Fadhillah, A. F. (2017). Relationship Analysis of Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Economic Consequences: Empirical Study of Indonesia Capital Market. *The South East Asian Journal of Management*, 11(2), 5. doi:<https://doi.org/10.21002/seam.v11i2.8526>
- Jain, K., & Mathur, N. (2022). Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from BSE 100 Companies. *IUP Journal of Corporate Governance*, 21(4), 33-44. Obtido de <https://www.proquest.com/scholarly-journals/impact-corporate-governance-on-firm-performance/docview/2773356265/se-2>

- Kao, M.-F., Hodgkinson, L., & Jaafar, A. (2019). Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance*, 19(1), pp. 189-216. doi:<https://doi.org/10.1108/CG-04-2018-0144>
- Karim, S., Manab, N. A., & Ismail, R. B. (2023). Assessing the Governance Mechanisms, Corporate Social Responsibility and Performance: The Moderating Effect of Board Independence. *Global Business Review*, 24(3), pp. 550-562. doi:10.1177/0972150920917773
- Kiptoo, I. K., Kariuki, S. N., & Ocharo, K. N. (2021). Corporate governance and financial performance of insurance firms in Kenya. *Cogent Business and Management*, 8(1). doi:<https://doi.org/10.1080/23311975.2021.1938350>
- Kukreja, G., Sharma, R. B., Bansal, A., & Moh'd Alqassab, S. A. (2023). Corporate Governance Characteristics and Firm Performance: Evidence from Bahraini Listed Financial Sector Companies. *Lecture Notes in Networks and Systems*, 557, 515-527. doi:https://doi.org/10.1007/978-3-031-17746-0_41
- Li, T. Y., Ching, L. S., Shanmugaretnam, S., & Gaik, B. T. (2024). Panel Data Analysis on the Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Bursa Malaysia Companies with Good CG Disclosures. *Management and Accounting Review*, 23(1), pp. 357-376. Obtido de <https://ir.uitm.edu.my/id/eprint/93606>
- Lopes, I. T. (2015). Research methods and methodology towards knowledge creation in accounting. *Contaduría y Administración*, 60, pp. 9-30. doi:<https://doi.org/10.1016/j.cya.2015.08.006>
- Lopes, I. T., Ferraz, D. P., & Martins, M. M. (2016). The influence of diversity on boards on profitability: an overview across Iberian listed companies. *Corporate Ownership & Control*, 13(2), 454-460. doi:10.22495/cocv13i2c2p6
- Lungu, C. I., Mititean, P., Caraiani, C., & Constantinescu, D. (2020). A structured literature review of corporate governance and performance research within an emerging country setting. *Accounting and Management Information Systems*, 19(4), pp. 707-733. doi:<http://dx.doi.org/10.24818/jamis.2020.04004>
- Magalhães, P. J. (2019). *Governo Societário e a Sustentabilidade da Empresa - Stakeholders Model Vs Shareholders Model*. Almedina.
- Mihail, B. A., & Micu, C. D. (2021). The Influence of the Independent Non-Executive Board Members on the Financial Performance of the Companies Listed in the Bucharest Stock Exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(10), p. 462. doi:<https://doi.org/10.3390/jrfm14100462>

- Mishra, A. K., Manogna R.L., & Jain, S. (2022). Impact of board characteristics and ownership structure on firm performance: empirical evidence from India. *International Journal of Business Innovation and Research*, 28(2), 227-245. doi:10.1504/IJBIR.2020.10032040
- Mititean, P. (2022). The Impact Of Corporate Governance Characteristics On Companies' Financial Performance: Evidence From Romania. *Economic Annals*, 67(223), 113-133. doi:https://doi.org/10.2298/EKA2233113M
- Monteiro, T. d. (2019). Governo das sociedades em Portugal : estudo sobre as empresas que compõem o PSI-20. *Católica Porto Business School*. Obtido de <http://hdl.handle.net/10400.14/28578>
- Musallam, S. R. (2020). Effects of board characteristics, audit committee and risk management on corporate performance: evidence from Palestinian listed companies. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(4), pp. 691-706. doi:https://doi.org/10.1108/IMEFM-12-2017-0347
- Neves, I. S. (2022). Fatores que influenciam a performance das empresas ibéricas: a importância da corporate governance, do fator ambiental e da crise pandémica. *ISCAC - Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra*. doi:http://hdl.handle.net/10400.26/43166
- Nguyen, H. X., & Dang, H. N. (2022). Impact of corporate governance and ownership on business performance: A case study of Vietnam. *Problems and Perspectives in Management*, 20(2), pp. 96-106. doi:http://dx.doi.org/10.21511/ppm.20(2).2022.09
- Oliveira, A. P. (2018). *Manual de Governo das Sociedades*. Almedina.
- Pereira, J. M. (2013). O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa. *Instituto Superior de Gestão*. doi:http://hdl.handle.net/10400.26/23038
- Rahman, M., Meah, M. R., & Chaudhory, N. U. (2019). The Impact of Audit Characteristics on Firm Performance: An Empirical Study from an Emerging Economy. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(1), pp. 59-69. doi:10.13106/jafeb.2019.vol6.no1.59
- Rodrigues, A. A. (2023). Influência do Governo na Rendibilidade Empresarial: Evidência Empírica em Portugal, França e Itália. *Escola Superior de Gestão e Tecnologia de Santarém*. doi:http://hdl.handle.net/10400.15/4529
- Rodríguez-Fernández, M. (2015). Company financial performance: Does board size matter? Case of the EUROSTOXX50 index. *Cuadernos de Gestión*, 15(2), 15-38. doi:10.5295/cdg.140474mr

- Santos, J. A. (2009). "Corporate governance" : desenvolvimentos recentes e a realidade portuguesa. *Universidade Aberta*. Obtido de <http://hdl.handle.net/10400.2/1581>
- Sharma, R., Mehta, K., & Goel, A. (2023). Non-linear relationship between board size and performance of Indian companies. *Journal of Management and Governance*, 27, 1277–1301. doi:<https://doi.org/10.1007/s10997-022-09651-8>
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A., & Monteiro, M. A. (2006). Livro branco sobre corporate governance em Portugal. *Instituto Português de Corporate Governance*.
- Silva, E. S. (2022). O Nível de Risco e a Qualidade de Governo das Sociedades: Estudo Aplicado às Empresas do PSI-20 e do IBEX 35. doi:<http://hdl.handle.net/10400.26/41291>
- Sousa, A. D. (2020). Governação das Sociedades – análise comparativa entre as empresas portuguesas e espanholas cotadas em Bolsa. *ISCAP - Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto*. doi:<http://hdl.handle.net/10400.22/17409>
- Thomsen, S., & Conyon, M. (2012). *Corporate Governance: Mechanisms and systems*. McGraw-Hill.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), pp. 113-142. doi:[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5)
- Wahba, H. (2015). The joint effect of board characteristics on financial performance Empirical evidence from Egypt. *Review of Accounting and Finance*, 14(1), pp. 20-40. doi:10.1108/RAF-03-2013-0029
- Zhang, Z., Wu, Y., & He, D. (2024). More female, better corporate performance? Evidence from Chinese listed companies. *Finance Research Letters*, 63, p. 105324. doi:<https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105324>
- Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, pp. 20-36. doi:<https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.03.002>

9. Anexos

Anexo A - Legislação a nível europeu sobre governo das sociedades

País	Ano da Publicação	Nome do Documento
França	1995	Vienot I Report
	1998	Recommendations on Corporate Governance
	1999	Vienot II Report
	2002	Promoting Better Corporate Governance In Listed Companies
	2003	The Corporate Governance of Listed Corporations
	2004	Recommandations sur le gouvernement d'entreprise
	2008	Corporate Governance Code of Listed Corporations
	2009	Recommendations on Corporate Governance
	2018	Corporate Governance Code of Listed Corporations
	2020	Corporate Governance Code of Listed Corporations
Itália	1999	Report & Code of Conduct (The Preda Code)
	2002	Corporate Governance Code
	2004	Handbook on Corporate Governance Reports
	2008	New Regulation on Banks' Organisation and Corporate Governance
	2014	Codice di Autodisciplina
	2017	Corporate Governance Principles For Unlisted Family
	2018	Corporate Governance Code
	2020	Italian Corporate Governance Code

Fonte: “O Nível de Risco e a Qualidade de Governo das Sociedades: Estudo Aplicado às Empresas do PSI-20 e do IBEX 35”, Eurica Sandrina dos Santos Silva (2022)

10. Apêndices

Apêndice A – Amostra

Nome da Sociedade
Altri SGPS SA
Banco Comercial Portugues SA
Corticeira Amorim SGPS SA
CTT Correios de Portugal SA
EDP Energias de Portugal SA
EDP Renovaveis SA
Galp Energia SGPS SA
Ibersol SGPS SA
Jeronimo Martins SGPS SA
Mota Engil SGPS SA
NOS SGPS SA
REN Redes Energeticas Nacionais SGPS S A
SEMAPA Sociedade de Investimento e Gestao SGPS SA
Sonae SGPS SA
Navigator Company SA
Acciona SA
Acerinox SA
ACS Actividades de Construccion y Servicios SA
Aena SME SA
Amadeus IT Group SA
Banco de Sabadell SA
Banco Santander SA
Bankinter SA
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA
CaixaBank SA
Cellnex Telecom SA
Inmobiliaria Colonial SOCIMI SA

Enagas SA
Endesa SA
Fluidra SA
Grifols SA
Iberdrola SA
Indra Sistemas SA
Industria de Diseno Textil SA
Logista Integral SA
Mapfre SA
Melia Hotels International SA
MERLIN Properties SOCIMI SA
Naturgy Energy Group SA
Redeia Corporacion SA
Repsol SA
Laboratorios Farmaceuticos ROVI SA
Sacyr SA
Solaria Energia y Medio Ambiente SA
Telefonica SA
Unicaja Banco SA

(Fonte: Elaboração Própria)