



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

***O Impacto do Governo das Sociedades na
Performance Financeira das Empresas Cotadas em
Bolsa em Portugal***

Inês da Conceição Luís

Leiria, setembro de 2018



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

***O Impacto do Governo das Sociedades na
Performance Financeira das Empresas Cotadas em
Bolsa em Portugal***

Inês da Conceição Luís

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Doutora Inês Margarida Cadima Lisboa, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, setembro de 2018

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Agradecimentos

A realização desta dissertação só foi possível devido ao apoio de várias pessoas. Em primeiro lugar, o meu particular e sincero agradecimento à minha orientadora, a Professora Doutora Inês Lisboa, pelo seu excecional profissionalismo, pela sua disponibilidade, compreensão, ensinamentos, orientações e conselhos concedidos, bem como por todas as incansáveis palavras de incentivo até ao último momento, contribuindo de forma decisiva para a conclusão deste trabalho.

Um agradecimento muito especial à minha família e à minha família do coração. O acreditar de cada um, o apoio e a motivação foram peça chave para a realização deste trabalho. Agradeço também às minhas colegas de trabalho por toda força e ajuda incrível. Sem cada um de vós este trabalho não seria possível.

Agradeço ainda à minha colega e amiga Alexandra Costa, por todo o companheirismo, toda ajuda prestada, partilha de ideias, apoio e incentivo ao longo destes meses de trabalho.

A todos o meu muito Obrigada.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Resumo

A problemática do governo das sociedades tem assumido nos últimos anos uma particular relevância na sequência de vários escândalos financeiros internacionais. Neste sentido, pretende-se com o presente estudo analisar o impacto de algumas características de governo das sociedades no desempenho financeiro das empresas no mercado Português. Para tal utilizou-se uma amostra constituída por 37 empresas cotadas na *Euronext* Lisboa no período entre 2012 e 2016.

Utilizando dados em painel e o modelo de regressão linear múltipla para analisar a relação existente entre as variáveis definidas para avaliar o governo de sociedade e algumas de controlo e a performance financeira, constatamos que há diferenças nos resultados obtidos quando analisadas numa perspetiva contabilística, através de rácios de rendibilidade ou numa perspetiva de mercado, avaliada pelo Q de Tobin.

Os principais resultados obtidos sugerem que somente duas variáveis de governo de sociedades, nomeadamente, a dimensão e a independência do conselho de administração causam impacto na performance das empresas. Já no que concerne às variáveis de controlo são as oportunidades de crescimento, o endividamento e a idade que têm impacto. Adicionalmente, verificamos que, ao separar a amostra em duas subamostras: empresas auditadas por uma *big4* ou não, a relevância estatística dos determinantes é distinta. Por fim, verificamos ainda que são os investidores do mercado financeiro que mais valorizam as boas práticas de governo.

Palavras-chave: governo das sociedades; performance financeira; Portugal; empresas cotadas; *Euronext* Lisbon.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Abstract

Corporate governance issues have been particular important in the last years as a result of diverse international scandals. In this sense, this study aims to analyze the impact of corporate governance' characteristics on the financial performance of listed Portuguese firms. For this purpose, a sample of 37 listed firms on Euronext Lisbon, between 2012 and 2016 was used.

Using panel data and the multiple linear regression model to analyze the relationship between the variables select to evaluate corporate governance and some control variables and the financial performance, we find that results are different depending if an accounting perspective, analyzed through profitability ratios, or a market perspective, assessed by Tobin's Q, are used.

The main results suggest that only two corporate governance variables, namely the size and independence of the board of directors, have impact on the firm's performance. Regarding the control variables, growth opportunities, indebtedness and age have also an impact. Additionally, we verified that, when separating the sample into two subsamples: companies audited by a big4 or not, the statistical relevance of the determinants is different. Finally, we find that financial investors give relevance to best corporate governance practices, while in performance this relevance is not confirmed.

Keywords: corporate governance; financial performance; Portugal; listed companies; Euronext Lisbon.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de figuras

Figura 1 - Estrutura do Anglo-saxónico.....	14
Figura 2 - Estrutura do Sistema Continental	15
Figura 3 - Modelos de Governo das Sociedades adotados em Portugal desde 2006 .	17
Figura 4 - Estrutura do Modelo Monista.....	19
Figura 5 - Estrutura do Modelo Dualista.....	20
Figura 6 - Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico.....	21

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de tabelas

Tabela 1 - Modelos de <i>Corporate Governance</i> adotados em empresas Portugueses cotadas na <i>Euronext</i> em 2016	17
Tabela 2 - Empresas excluídas da amostra	41
Tabela 3 - Empresas da amostra.....	41
Tabela 4 - Variáveis de estudo	48
Tabela 5 - Estatísticas Descritivas.....	49
Tabela 6 - Correlações das Variáveis	54
Tabela 7 - Determinantes do desempenho financeiro (amostra total).....	56
Tabela 8 - Resumo dos resultados com relação à significância estatística dos coeficientes	59
Tabela 9 - Determinantes do desempenho financeiro (subgrupo)	60

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de siglas

CEO - *Chief Executive Officer*

CGS - Código de Governo das Sociedades

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

COSO - *Committee Of Sponsoring Organization*

EBITDA- *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*

EVA - *Economic Value Added*

EY- Ernst & Young

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*

MBV - *Market Equity To Book Value*

MCO - Mercado de Cotações Oficiais

MVA - *Market Value Added*

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PwC- PricewaterhouseCoopers

ROA- *Return On Assets*

ROC - Revisor Oficial de Contas

ROE- *Return On Equity*

TSR - *Total Shareholders Return*

UE – União Europeia

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice

AGRADECIMENTOS	IV
RESUMO	VI
ABSTRACT	VIII
LISTA DE FIGURAS	X
LISTA DE TABELAS	XII
LISTA DE SIGLAS	XIV
ÍNDICE	XVI
1. INTRODUÇÃO	1
2. GOVERNO DAS SOCIEDADES	3
2.1. Enquadramento	3
2.2. Conceito	3
2.3. Teorias relevantes	5
2.3.1. Teoria de agência	5
2.3.2. Teoria dos custos de transação	7
2.4. Princípios de governo das sociedades	8
2.4.1. Relatório Cadbury	8
2.4.2. Princípios de governo das sociedades da OCDE	9
2.4.3. Princípios de governo das sociedades em Portugal	10
2.5. Sistemas de Governo das Sociedades	12
2.5.1. Sistemas genéricos	12
2.5.2. O caso de Portugal	16

3.	PERFORMANCE FINANCEIRA	22
3.1.	Enquadramento	22
3.2.	Indicadores de Performance Financeira	23
3.3.	Determinantes que influenciam a performance	25
3.4.	Performance e Governo das Sociedades	28
4.	HIPÓTESES DO ESTUDO	31
5.	AMOSTRA, VARIÁVEIS E MODELO	40
5.1.	Amostra	40
5.2.	Variáveis	42
5.2.1.	Variáveis de performance	42
5.2.2.	Variáveis de Governo das Sociedades (variáveis explicativas)	44
5.2.3.	Variáveis de Controlo	46
5.3.	Análise Estatística	48
5.4.	Modelo	52
6.	RESULTADOS	53
6.1.	Correlação	53
6.2.	Análise Multivariada	55
7.	CONCLUSÃO	62
	BIBLIOGRAFIA	64

1. Introdução

Os escândalos financeiros, a falta de confiança nos mercados de capitais e a falta de credibilidade na gestão estão na gênese do governo das sociedades. Com o colapso de grandes empresas como a *Enron* e a *WorldCom* nos Estados Unidos da América e *Parmalt* na Europa impulsionou o conhecimento público de práticas de governo menos próprias, chamando a necessidade para a reformulação dos mecanismos de governo de modo minimizar os conflitos de agência e a repor a confiança nos mercados de capitais, bem como a transparência da situação económico-financeira da empresa.

Neste sentido, o governo das sociedades pode ser definido como “conjunto de mecanismos de controlo interno e externo que procuram harmonizar os conflitos entre acionistas e gestores, resultantes da separação entre propriedade e controlo” (Berle & Means, 1932 in Cunha, 2005:1), ou “o sistema pelo qual as organizações são geridas e controladas” (Cadbury, 1992:15).

De modo a minimizar as práticas menos corretas de governo das sociedades foram publicados novos regulamentos e códigos de boas práticas de governo das sociedades. Na Europa destacou-se a publicação do Relatório de Cadbury no Reino Unido em 1992, com o objetivo de melhorar o comportamento corporativo que passou a constituir uma referência pela essencialidade das suas regras. Em Portugal, o interesse pelas práticas de governo das sociedades surgiu em 1999 com a aprovação da Comissão do Mercado de Valores de Mobiliários de um conjunto de recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar pelas empresas admitidas à negociação em bolsa. Atualmente, as empresas portuguesas regem-se pelas recomendações da CMVM e pelo Código de Governo das Sociedades publicado pelo IPCG.

Tendo em conta a atualidade e relevância do tema, o objetivo deste estudo é analisar a influência do governo das sociedades na performance financeira das empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, durante o período de 2012 a 2016. Para tal, foram consideradas três medidas de performance, duas de carácter contabilístico: rendibilidade do ativo, e rendibilidade dos capitais próprios, e uma baseada no mercado: o Q de Tobin. Para avaliar o governo de sociedades foram definidas cinco variáveis com base na literatura sobre o tema, nomeadamente a dimensão e independência do conselho de administração, a concentração

de propriedade, a remuneração e a existência de uma auditora *Big4*. Adicionalmente foram introduzidas algumas medidas de controlo sobre as características das empresas.

Os resultados obtidos refletem que apenas duas variáveis sobre o governo de sociedades, a saber: a dimensão e a independência do conselho de administração, causam impacto na performance. Já as variáveis de controlo, só as oportunidades de crescimento, o endividamento e a idade influenciam a performance. Contudo o tipo de impacto é distinto conforme a variável de performance utilizada. Contudo verificamos que as boas práticas de governo de sociedades são mais valorizadas pelos investidores do mercado de capitais, e causam menos impacto nos resultados da empresa. Também confirmámos que, dependendo se a empresa é auditada ou não por uma *big4*, o impacto dos determinantes na performance das empresas é distinto.

A estrutura desta dissertação está organizada em seis capítulos: após esta introdução (capítulo um), no capítulo dois é apresentada a contextualização teórica e a revisão da literatura sobre o tema do governo das sociedades, os principais sistemas, modelos e princípios quer a nível global quer em Portugal. O capítulo seguinte apresenta uma exposição teórica sobre a performance, relevância, forma de medir e variáveis que podem influenciar. O quarto capítulo evidencia as hipóteses definidas no presente estudo para cumprir os objetivos a que nos propomos. No quinto capítulo é descrita a amostra, as variáveis e metodologia utilizada na investigação. Em seguida, no capítulo seis, apresenta-se e debate-se os principais resultados empíricos obtidos neste trabalho. Por último, são apresentadas as conclusões finais retiradas deste estudo.

2. Governo das Sociedades

2.1. Enquadramento

O tema do governo das sociedades tem obtido maior relevância nos últimos anos. Porém os principais estudos sobre o tema surgiram em 1932 por Berle e Means através da exposição do problema de agência (conflito de interesses entre os acionistas e gestores) devido à separação da propriedade e gestão. Mais tarde, em 1976, Smith retratou os potenciais conflitos de interesse entre acionistas (proprietários) e gestores. Também em 1976, Jensen e Meckling contribuíram para o desenvolvimento do tema ao defender que o governo das sociedades tem de ser visto como um conjunto de mecanismos internos e externos que visam a redução dos custos resultantes dos conflitos de agência.

Desde então diversos estudos foram sendo realizados nesta temática, sobretudo após a crise asiática, verificada entre 1997 e 1998, e devido aos escândalos financeiros que culminaram na falência de grandes empresas norte americanas, como a *Enron*, a *Worldcom*, entre outras, por atos de fraude contabilística e acesso a informação privilegiado.

2.2. Conceito

Não existe uma definição concreta de e unânime sobre o governo das sociedades, o que evidencia a complexidade do tema. Em 1992 o relatório de Cadbury definiu governo das sociedades como um “sistema pela qual as sociedades são dirigidas e controladas”¹ (Cadbury, 1992:14). Este relatório surgiu na sequência de vários escândalos financeiros de algumas empresas britânicas, que vieram questionar a confiança depositada nos gestores e auditores das empresas. O principal objetivo do relatório era precisamente repor a confiança dos investidores nos mercados, através de sistemas, orientações e recomendações de governo das sociedades (Cadbury, 1992).

¹ Tradução de “*The system by which companies are directed and controlled*” (Cadbury, 1992:14)

Para Shleifer e Vishny (1997:738) o “(...) Governo das Sociedades lida com as formas pelas quais os fornecedores de capital das organizações asseguram a obtenção de retorno do seu investimento”².

Outra definição, que é das que gera mais consenso, é apresentada pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) em 1999 que diz que “*Corporate Governance* é o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas. A sua estrutura específica, a distribuição dos direitos e das responsabilidades dos diferentes participantes da empresa: o Conselho de Administração, os gestores, os acionistas e outros intervenientes ditam as regras e procedimentos para a tomada de decisão nas questões da gestão da empresa. E desta forma fornece a estrutura através da qual a empresa estabelece os seus objetivos e as formas de o atingir e monitorizar o seu desempenho” (Batista, 2009:4).

Já Denis e McConnell (2001) definem governo das sociedades como o conjunto de mecanismos, institucionais e de mercado, que induzem as partes interessadas de uma empresa a tomar decisões que maximizem o valor da empresa e dos seus proprietários (os fornecedores de capital).

Por sua vez, o Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal defende que o governo das sociedades é “o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida” (Silva, Vitorino, Alves, Cunha, & Monteiro, 2006).

Para a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) entende-se por governo das sociedades co “sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades. Centrado nas sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, (...)” (CMVM, 2007:3).

Em Portugal o governo das sociedades pode ser visto, do ponto de vista jurídico, como um conjunto de regras, instrumentos e questões direcionadas á administração e ao controlo das sociedades (Campos, 2015, citando Abreu, 2010). De acordo com o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) o governo das sociedades “deve promover e potenciar o

²Tradução de “*Corporate Governance deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*” .

desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades” (IPCG, 2016:6).

No presente trabalho, consideramos governo das sociedades como um sistema pela qual as empresas são dirigidas e controladas com o objetivo de assegurar a partilha de poder e resultados de modo a que empresa cumpra com os objetivos estabelecidos.

2.3. Teorias relevantes

Ao longo do tempo, face à importância e abrangência do tema, foram sido desenvolvidas várias teorias que explicam o governo das sociedades. De seguida para uma maior compreensão da temática apresentamos as teorias mais relevantes, nomeadamente: a teoria de agência, que dá ênfase à relação entre os proprietários e a gestão, e a teoria dos custos de transação resultantes de um processo de negociação.

2.3.1. Teoria de agência

A teoria de agência foi proposta inicialmente por Jensen e Meckling (1976), em resultado da separação de poderes entre acionistas e gestores. A relação de agência pode ser entendida como um contrato entre os acionistas (os principais) e o agente (gestor nomeando pelo principal) conferindo a este o poder de gerir e o poder da decisão (Jensen & Meckling, 1976). Segundo Shleifer e Vishny (1997) os acionistas (detentores de capital) estabelecem este contrato com os gestores porque não são suficientemente qualificados. Este problema de agência entre o gestor e o proprietário foi definido de problema de agência do tipo I.

O problema de agência referido pode ser resolvido com uma estrutura de governo das sociedades apropriada. Para limitar a divergência de interesses e colocar os gestores a agirem em conformidade com os acionistas, a empresa deve estabelecer um sistema de incentivos contratuais, como participação nos lucros e resultados, bónus e *stock options* (Jensen & Meckling, 1976). O custo associado a este sistema de incentivos domina-se custos de agência. De acordo com Villalonga *et. al.* (2014) este problema de agência também pode ser mitigado através da concentração de propriedade, pois, por norma, quando a propriedade está concentrada, há uma maior supervisão no comportamento do gestor.

Mais tarde Shleifer e Vishny (1986) detetaram o problema de agência do tipo II que resulta dos conflitos de interesse entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Este problema ocorre mais frequentemente quando a detenção de propriedade é mais concentrada (o que é comum em empresas familiares), uma vez que existe elevado controle por parte dos principais acionistas, que têm acesso a informações que os demais acionistas não têm. Esta assimetria de informação pode conduzir à expropriação da riqueza dos acionistas minoritários (Lisboa, 2018). De acordo com a autora, este tipo de problema de agência pode ser reduzido com a inclusão de membros independentes no conselho de administração que assegurem que as decisões de gestão não vão de encontro somente aos interesses dos investidores majoritários. Segundo Villalonga *et. al.* (2014) se o acionista majoritário foi o Estado, um banco ou uma instituição, os benefícios de controle são repartidos entre os vários proprietários independentes, diluindo assim os incentivos dos acionistas de expropriação.

O endividamento também está no centro de um conflito de interesses, que neste caso ocorre entre acionistas e credores - identificado pela literatura com o problema de agência tipo III. Para Villalonga *et. al.* (2014) este problema de agência é visto como um efeito de substituição de ativo ou mudança de risco e subinvestimento. Em tempos de crise, os acionistas por vezes tendem a adotar estratégias egoístas para maximizarem o valor da empresa, como por exemplo, investimentos muito arriscados (que podem ter sucesso ou não), subinvestimentos que podem resultar em dívida excedente e/ou alienações de ativos (Tornovsky & Pagano, 2016). Deste modo, os credores antecipam estas situações e aumentam os custos de financiamento da dívida da empresa (Villalonga et al., 2014).

Por fim, Villalonga *et. al.* (2014) referem a existência de um quarto problema de agência alusivo somente a empresas familiares – problema de agência tipo IV. A família preocupa-se em preservar os seus valores e visão, em incluir novos membros da família e na sustentabilidade da empresa para as gerações futuras, pelo que pessoas que não são da família, não acionistas, não membros do conselho, não gerentes podem ter objetivos diferentes dos da família gerando conflitos (Lisboa, 2018). Segundo a autora este problema de agência pode ser resolvido através de reuniões especiais entre membros da família.

Como foi sendo referido, uma boa governança corporativa pode mitigar estes conflitos de interesses, através de mecanismos que permitem alinhar os interesses de todos os intervenientes. Segundo Villalonga *et. al.* (2014) a concentração de propriedade, os conselhos de administração, a remuneração dos executivos podem minimizar os problemas de agência.

2.3.2. Teoria dos custos de transação

A teoria dos custos de transação teve origem em 1937 por Coase que pretendia investigar os custos resultantes da realização de trocas de recursos nos mercados, sendo fundamentalmente, custos de informação, custos de negociação de redação de contratos, e custos de garantia de cumprimento de contratos (Coase, 1937).

Os custos de transação são definidos por Williamson (1994) como custos de funcionamento do sistema económico, ou seja, são custos que surgem da relação entre os agentes económicos. O autor refere ainda que existem dois tipos de custos de transação, a saber: custos gerados antes da transação (*ex-ante*) e custos gerados após a concretização do negócio (*ex-post*). Esta teoria assenta essencialmente em duas ideias: na capacidade de resolver problemas e no oportunismo dos participantes devido às imperfeições dos contratos. De acordo com Evan (1993), os participantes no ato da transação têm uma capacidade limitada para formular e resolver problemas complexos, e de acordo com Williamson (2002:174) “todos os contratos complexos são inevitavelmente incompletos”. Os comportamentos oportunistas podem surgir da obtenção de benefícios privados para os gestores, em prejuízo dos acionistas, e da manipulação ou ocultação de informações relevantes. Nesta ordem de ideias, Williamson (1994) conclui que existe uma necessidade de implementar medidas de forma a evitar e atenuar o oportunismo.

Tal como na teoria de agência, a teoria dos custos de transação também visa a redução de custos. Para tal deve criar-se uma estrutura de governo das sociedades apropriada, de forma a implementar mecanismos não só de controlo de comportamentos, mas também de incentivos (Williamson, 1994). Deve-se ainda adotar uma estrutura de governo das sociedades que minimiza os custos totais. Para tal, as transações efetuadas no mercado devem ser objeto de um contrato híbrido ou serem internacionalizadas à medida que os custos de transação aumentam (Williamson, 1994).

2.4. Princípios de governo das sociedades

Na literatura existem dois trabalhos cruciais que demonstram a importância do governo das sociedades a nível internacional: o relatório de Cadbury e os princípios de *Corporate Governance* da OCDE.

2.4.1. Relatório Cadbury

Segundo Santos (2009) os EUA foram pioneiros e impulsionadores na divulgação do governo das sociedades com a publicação dos relatórios *Treadway* e COSO (*Committee Of Sponsoring Organization*), mas foi o relatório Cadbury, produzido no Reino Unido no ano de 1992, que tornou o tema relevante mundial. Esta importância deveu-se ao facto deste relatório incluir algumas matérias importantes e pouco analisadas até ao momento, nomeadamente a atenção dada ao órgão de administração no processo de tomada de decisão e a importância da constituição de comissões de controlo (Jones & Pollitt, 2003). Posteriormente estas temáticas foram incluídas noutros códigos de “boas práticas” de governo das sociedades, como relatório da OCDE publicado inicialmente em 1999.

O relatório de Cadbury assenta em quatro temas, são eles: deveres do conselho de administração; deveres dos administradores não-executivos; deveres dos administradores executivos e sua remuneração; e divulgação e controlo de informação financeira. De entre todas as recomendações há a destacar a recomendação que refere a inclusão de administradores não executivos no conselho de administração, exigindo no mínimo 3 administradores não executivos. Destaca-se também a divisão de responsabilidades e poderes entre a comissão executiva e conselho de administração, sendo que outra recomendação do relatório é que a maioria dos diretores não executivos deverão ser independentes e a seleção deverá ser feita por todos os elementos do órgão de administração (Cadbury, 1992).

2.4.2. Princípios de governo das sociedades da OCDE

De acordo com a OCDE (2004) os princípios de governo das sociedades devem auxiliar as empresas a definirem e melhorarem as suas normas e regulamentos para a estabelecerem a estrutura de governo das sociedades, e posteriormente, no seu controlo (Santos, 2009). Estes princípios são:

“I. ASSEGURAR A BASE PARA UM ENQUADRAMENTO EFICAZ DO GOVERNO DAS SOCIEDADES

O enquadramento do governo das sociedades deve promover mercados transparentes e eficientes, estar em conformidade com o princípio do primado do direito e articular claramente a divisão de responsabilidades entre diferentes autoridades de supervisão, autoridades reguladoras e autoridades dedicadas à aplicação das leis.” (OCDE, 2004:17).

“II. OS DIREITOS DOS ACCIONISTAS E FUNÇÕES FUNDAMENTAIS DE EXERCÍCIO DOS DIREITOS

O enquadramento do governo das sociedades deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas.” (OCDE, 2004:18).

“III. O TRATAMENTO EQUITATIVO DOS ACCIONISTAS

O enquadramento do governo das sociedades deve assegurar o tratamento equitativo de todos os acionistas, incluindo acionistas minoritários e acionistas estrangeiros. Todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violação dos seus direitos.” (OCDE, 2004:20)

“IV. O PAPEL DOS OUTROS SUJEITOS COM INTERESSES RELEVANTES NO GOVERNO DAS SOCIEDADES

O enquadramento do governo das sociedades deve acautelar os direitos legalmente consagrados, ou estabelecidos através de acordos mútuos, de outros sujeitos com interesses relevantes na empresa e deve encorajar uma cooperação ativa entre as sociedades e esses sujeitos na criação de riqueza, de emprego e na manutenção sustentada de empresas financeiramente saudáveis.” (OCDE, 2004:21).

“V. DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO E TRANSPARÊNCIA

O enquadramento do governo das sociedades deve assegurar a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que respeita à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da empresa.” (OCDE, 2004:22).

“VI. RESPONSABILIDADES DO ÓRGÃO DE ADMINISTRAÇÃO

O enquadramento do governo das sociedades deve assegurar a gestão estratégica da empresa, um acompanhamento e fiscalização eficazes da gestão pelo órgão de administração e a responsabilização do órgão de administração perante a empresa e os seus acionistas.” (OCDE, 2004:24).

2.4.3. Princípios de governo das sociedades em Portugal

Campos (2015)³ afirma que a lei portuguesa deve ter como preocupação prioritária a defesa do interesse dos investidores, o que exige adotar estruturas de governo das sociedades que permitam o alinhamento de interesses entre acionistas e administradores.

O Código das Sociedades Comerciais, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86 em 1986 e posteriormente modificado no Decreto-Lei n.º 148/2015 em 2015 serve de “instrumento de promoção de boas práticas de governo societário, correspondendo ao apelo de empresas nacionais e de uma vasta comunidade de interessados nas matérias de *corporate governance* (IPCG, 2016:3).

Em Portugal, a CMVM, como entidade responsável pela supervisão e pela regulação do mercado de valores mobiliários, tem desempenhado um papel importante na aprovação e elaboração de recomendações e na consolidação das bases do governo das sociedades.

Em 1999 a CMVM publicou um conjunto de recomendação (17 boas práticas de governo de sociedades) dirigidas às sociedades cotadas e a investidores institucionais. Os principais temas referidos nas recomendações são sobre a divulgação da informação, direito ao voto e representação de acionistas, a estrutura e funcionamento do conselho de

³ Citando Alves (2007).

administração e remuneração de membros. O objetivo das recomendações é “contribuir para a otimização do desempenho das sociedades e de contribuir para uma composição equilibrada dos interesses dos acionistas. Além disso, é também objetivo do presente documento que seja prosseguida uma reflexão crítica, em Portugal, sobre o governo das sociedades cotadas. Estas recomendações pretendem, pois, apresentar-se como um exercício tendente à definição das melhores práticas capazes de fomentar a eficiência das sociedades cotadas e do mercado de valores mobiliários.” (CMVM, 2007:3). De acordo com a CMVM, desde 2001, as empresas portuguesas são obrigadas a apresentar no relatório de governo das sociedades, as recomendações que são seguidas e não seguidas, e a justifica-las (Lisboa, Guilherme, & Teixeira, 2017).

Em 2012, o IPCG elaborou o Código de Governo das Sociedades (CGS), que visa ser uma alternativa ao código da CMVM. Este código “é de adesão voluntária e a sua observância é, também, facultativa, assentando na regra *comply or explain*.” (IPCG, 2012:3). Este código foi adaptado às realidades muito heterogêneas das empresas suas destinatárias, ou seja, o este código permite que, em função da dimensão, ou do regulamento interno, a sociedade possa ajustar algumas recomendações.

Mais tarde, a CMVM assumiu a falta de autorregulação sobre o governo das sociedades, levando a que o IPCG publicasse em 2016 um novo código de governo das sociedades afim de “encontrar um ponto de equilíbrio que permitisse evitar a duplicidade recomendatória que estava a gerar-se” (IPCG, 2016:3). Em 2018, o IPCG publicou um novo código que “procura induzir nas sociedades práticas que se revelem conformes com as orientações que, no plano nacional e internacional, são reconhecidas como de bom governo: neste sentido, o Código constitui, por um lado, um complemento à ordem jurídica e, por outro, um guia de bom governo societário” (IPCG, 2018:6).

Os mecanismos de governo das sociedades existentes visam concretizar os objetivos da empresa. No entanto, a tomada de decisão e fiscalização varia consoante o enquadramento legal e institucional (Campos, 2015). Neste sentido serão apresentadas as características de cada um dos sistemas de governo das sociedades.

2.5. Sistemas de Governo das Sociedades

2.5.1. Sistemas genéricos

As características e os desenvolvimentos dos sistemas de governo das sociedades podem ser associados a grupos de países, refletindo as suas particularidades, e as formas distintas de organização do capital, de prioridades políticas e sociais (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

O objetivo dos sistemas de governo das sociedades é reduzir custos resultantes da separação de propriedade e do controlo, e simultaneamente alinhar os interesses dos proprietários com os dos gestores através de mecanismos estabelecidos que controlem a atividade do gestor (Babić & Nikolić, 2016).

Um dos critérios mais importantes a analisar nos sistemas de governo de sociedades é a estrutura de propriedade uma vez que é uma componente fundamental para o desenvolvimento das economias. Teixeira *et al.* (2011) definem estrutura da propriedade como a combinação do capital selecionado pela empresa para realizar investimentos. Além da estrutura de propriedade, os direitos e obrigações de outros intervenientes são também um critério relevante.

Segundo Shleifer *et al.* (1997) existem dois sistemas principais de governo das sociedades: sistema anglo-saxónico (também referenciado como modelo dos *shareholders*, ou acionistas) e o sistema continental (conhecido como o modelo dos *stakeholders* – ou partes interessadas).

Sistema Anglo-Saxónico

O sistema Anglo-Saxónico é adotado principalmente pelos EUA, Reino Unido, Canadá, entre outros países de influência anglo-saxónica (Ashcroft, 2009). Este modelo é baseado no capitalismo de mercado e orientado para “a criação de riqueza dos acionistas”, bem como no comportamento orientado para os resultados, ou seja, a remuneração dos gestores é variável em função dos resultados ou da cotação da empresa (Pereira, 2013).

De acordo com Silva, Vitorino, Alves, Cunha, & Monteiro (2006) este sistema de governo das sociedades baseia-se no controlo das empresas sobre os gestores, ou seja, “a

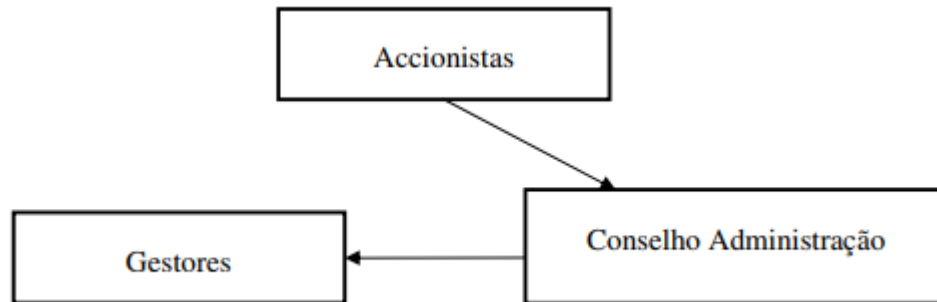
ideia subjacente é a de que se as equipas de gestão forem incompetentes ou prosseguirem interesses próprios em prejuízo dos seus acionistas, as respetivas empresas não terão o seu valor maximizado, pelo que serão objeto de uma oferta pública de aquisição (*takeover*), na sequência da qual serão substituídas por outras mais competentes e empenhadas na criação de riqueza para os seus acionistas” (2006:21).

A estrutura do modelo anglo-saxónico incorpora a assembleia geral e o conselho de administração que integra administradores executivos (internos) e administradores não executivos (externos). Segundo Silva *et. al.* (2006: 22) “os chamados administradores internos (*insiders*) e os administradores externos (*outsiders*). Os primeiros são, em 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 segundos sejam independentes⁴ dos primeiros e tenham como funções principais tomar decisões estratégicas, aconselhar, fiscalizar e avaliar a atividade dos administradores executivos”. A estrutura deste modelo incorpora ainda uma comissão de auditoria composta pelos administradores não executivos. A esta comissão, compete a função de nomear um auditor externo que o auxilie no processo de fiscalização da empresa. É elementar que a comissão de auditoria e a equipa de gestão sejam independentes (Silva et al., 2006).

O órgão de gestão tem mais responsabilidade neste modelo do que em comparação com o sistema continental uma vez que existe maior dispersão de capital. De acordo com Becht e Mayer (2001) este sistema possibilita um controlo permanente através de acordos entre os acionistas. Na Figura 1 é ilustrada a estrutura do sistema anglo-saxónico.

⁴ Compreende-se por independente um membro que não esteja associado a qualquer grupo de interesses nem se encontre em situações suscetível de afetar a sua isenção (art.º 414, n.º5, CSC).

Figura 1 - Estrutura do Anglo-saxónico



Fonte: Batista (2009:5)

Sistema Continental

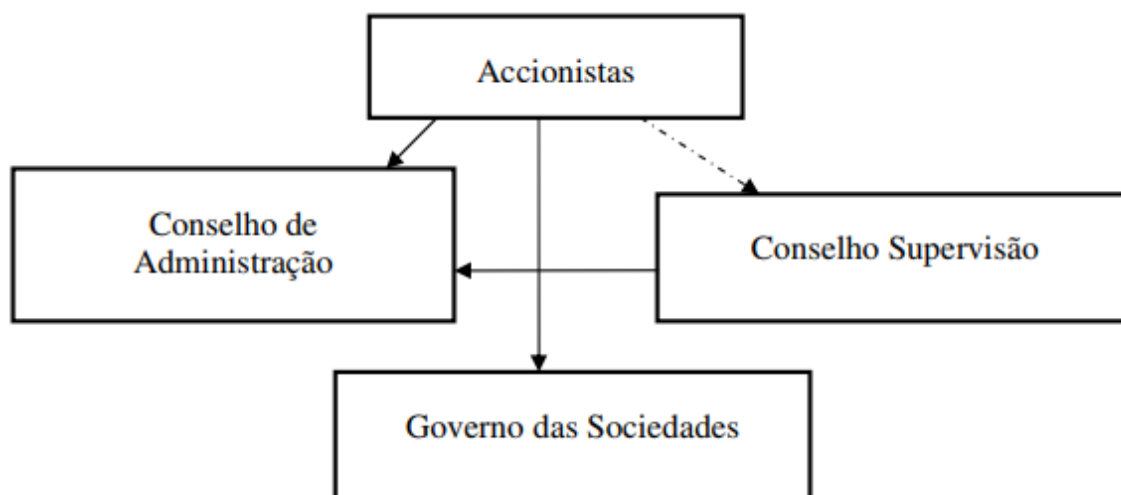
O modelo latino (ou também conhecido por modelo continental) é aplicado fundamentalmente nos países da Europa continental, mais concretamente Alemanha, Bélgica, França e Portugal, no Japão, China e Coreia (Ribeiro, 2014). Este modelo está associado ao direito civil, a países que estão harmonizados com as diretivas da União Europeia (UE), que se regem pelas recomendações da OCDE e que têm os seus próprios regulamentos no que ao governo das sociedades diz respeito (Babić & Nikolić, 2016).

De acordo com Silva *et. al.* (2006:10) neste modelo “a propriedade está longe de ser tão difusa quanto nos países anglo-saxónicos, sendo frequente a existência de acionistas – particularmente famílias – com posições relevantes. O controlo dos gestores pelos maiores acionistas é, pois, um elemento fundamental deste modelo. Os principais acionistas controlam (internamente) a gestão e tomam as principais decisões estratégicas da empresa. Não é aqui infrequente que os próprios acionistas principais tenham assento nos órgãos de administração ou então façam eleger pessoas da sua confiança. O problema reside na defesa dos pequenos acionistas face aos grandes acionistas.”

Em relação à estrutura dos órgãos de administração, em vários países da Europa continental prevalece o modelo dualista, que se caracteriza por ser composto por dois órgãos de responsabilidade na administração: o conselho de administração e o conselho de

supervisão (Silva et al., 2006). A Figura 2 ilustrar a estrutura dos órgãos de governo das sociedades no sistema continental.

Figura 2 - Estrutura do Sistema Continental



Fonte: Batista (2009:6)

Diferenças entre os modelos

Importa perceber o que leva uma empresa adotar por um modelo e não por outro. Segundo Franks e Mayer (1996) a diferença nos modelos dos diferentes países ocorre devido à forma como a propriedade e o controlo estão organizadas, e não pela forma como os sistemas financeiros estão a ser usados para financiar as empresas.

Uma das principais diferenças entre os modelos é a estrutura do acionista, em que no modelo continental o acionista é maioritário, e no modelo anglo-saxónico a estrutura é mais dispersa, uma vez que são empresas de maior dimensão que optam por este modelo e faz com que o capital seja representado por um grande número de ações.

Outra realidade bastante distinta é que a estrutura de propriedade dos países anglo-saxónicos é dominada por bancos e particulares privados, enquanto que, nos países continentais, a estrutura de propriedade é dominada por institucionais. É de realçar que nos países anglo-saxónicos a regulamentação não permite que os institucionais possam deter publicamente participações, pelo optam por agir como gerentes.

A disparidade entre os países anglo-saxónicos e os países continentais que influencia a escolha do modelo adotar prende-se também com o mercado bolsista, ou seja, nos países anglo-saxónicos a maioria das empresas são cotadas em bolsa o que leva a que haja uma maior distância entre os acionistas e gestores, por outro lado, nos países continentais, no global existe um menor número de empresas cotadas conduzindo a uma relação mais próxima entre a os acionistas e a gestão.

Os conselhos dos órgãos de gestão também são diferenciados: no modelo dualista o conselho de gestão é do tipo *two tier*, em sentido oposto, o modelo monista e o modelo anglo-saxónico é do tipo *one tier*. No primeiro caso, existe total independência de responsabilidades executivas e supervisão (constituído por membros não executivos), enquanto no segundo caso os órgãos executivos e não executivos trabalham em conjunto.

Todos os sistemas podem ser eficientes, contudo não existe um modelo perfeito. Em 1999, a ODCE evidenciou não haver um modelo único de boas praticas de governo das sociedades, existe sim princípios básicos gerais de governo das sociedades, tais como a transparência na prestação de contas, o comportamento ético e responsabilidade por parte dos gestores, promovendo a eficiência e a competitividade das empresas.

2.5.2. O caso de Portugal

Em Portugal, até 2005, havia apenas dois modelos que as sociedades anónimas podiam adotar, a saber: modelo monista (ou latino) e modelo dualista, ambos pertencentes ao sistema continental. Em 2006, com o objetivo de permitir uma maior flexibilidade na escolha de modelo de governo das sociedades e ajustar a legislação portuguesa à Comissão Europeia, a CMVM, no decreto-lei nº76-A/2006 de 29 de março, propôs a inclusão de mais um modelo: o modelo anglo-saxónico, típico do sistema anglo-saxónico.

Figura 3 - Modelos de Governo das Sociedades adotados em Portugal desde 2006

Modelo Monista Simples	Modelo Monista Reforçado	Modelo Dualista	Modelo Anglo-Saxónico
<ul style="list-style-type: none"> • Assembleia Geral • Conselho Fiscal (Fiscal Único) 	<ul style="list-style-type: none"> • Assembleia Geral • Conselho Fiscal (Fiscal Único) • Revisor Oficial de Contas 	<ul style="list-style-type: none"> • Assembleia Geral • Conselho Geral • Conselho Executivo • Revisor Oficial de Contas 	<ul style="list-style-type: none"> • Assembleia Geral • Comissão de Auditoria • Revisor Oficial de Contas

Fonte: Adaptado Batista (2009:14)

Como se pode verificar na Tabela 1, em Portugal, no ano de 2016, a maioria das empresas cotadas na *Euronext Lisboa* aplicava o modelo clássico - o modelo monista com ROC, conforme foi possível apurar através do último relatório de governo das sociedades disponível de cada empresa.

Tabela 1 - Modelos de *Corporate Governance* adotados em empresas Portugueses cotadas na *Euronext* em 2016

<i>Euronext</i>	Modelo aplicado
ALTRI SGPS	Modelo monista reforçado
COFINA	Modelo monista reforçado
COMPTA	Modelo monista
CORTICEIRA AMORIM	Modelo monista reforçado
CTT CORREIOS PORT	Modelo anglo-saxónico
EDP	Modelo dualista
EDP RENOVAVEIS	Modelo anglo-saxónico
ESTORIL SOL N	Modelo monista reforçado
F.RAMADA	Modelo monista reforçado
GALP ENERGIA-NOM	Modelo monista reforçado
GLINTT	Modelo monista reforçado
IBERSOL,SGPS	Modelo monista reforçado
IMOB.C GRAO PARA	Modelo monista reforçado
IMPRESA,SGPS	Modelo anglo-saxónico
INAPA-INV.P.GESTAO	Modelo anglo-saxónico
J.MARTINS,SGPS	Modelo anglo-saxónico
LISGRAFICA	Modelo monista reforçado

LUZ SAUDE	Modelo monista reforçado
MARTIFER	Modelo monista reforçado
MEDIA CAPITAL	Modelo anglo-saxónico
MOTA ENGIL	Modelo monista reforçado
NOS, SGPS	Modelo monista reforçado
NOVABASE,SGPS	Modelo monista reforçado
REDITUS,SGPS	Modelo monista reforçado
REN	Modelo anglo-saxónico
SAG GEST	Modelo monista reforçado
SEMAPA	Modelo monista reforçado
SONAE	Modelo monista reforçado
SONAE CAPITAL	Modelo monista reforçado
SONAE IND.SGPS	Modelo monista reforçado
SONAECOM,SGPS	Modelo monista reforçado
SUMOL+COMPAL	Modelo monista
TEXEIRA DUARTE	Modelo monista reforçado
THE NAVIGATOR COMPANY	Modelo monista
TOYOTA CAETANO	Modelo monista reforçado
VAA VISTA ALEGRE	Modelo monista reforçado

Embora seja possível adotar outros modelos, a maioria das empresas Portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, no ano de 2016, adota o modelo monista porque a estrutura de propriedade das empresas portuguesas é tipicamente concentrada.

Modelo Monista

A estrutura do modelo monista (ou latino) é composta pela assembleia geral, o conselho de administração e o conselho fiscal (ou fiscal único). No caso do modelo monista reforçado (ou latino reforçado) acresce o revisor oficial de contas (ROC), embora este possa ser um membro do conselho fiscal (Batista, 2009). O facto de existir uma comissão executiva recria uma dupla instância de tomada de decisão, uma vez que o conselho de administração deve supervisionar e controlar a comissão executiva (Franco e Viçoso, 2011; Silva, 2011). Na Figura 4 é apresentado a estrutura típica do modelo monista.

Figura 4 - Estrutura do Modelo Monista



Fonte: IPCG (2011:5)

De acordo com Batista (2009:15) este modelo “não é aconselhado para sistemas legais dominados por grupo de acionistas forte e controladores, o que pode conduzir a custo de agência entre os acionistas”. Este modelo dá supremacia à concentração de propriedade e ao controle dos acionistas. De acordo com Leal e Camuri (2008) neste modelo predomina a estrutura hierárquica, as participações cruzadas e emissão de ações sem direito a voto.

Modelo Dualista

Este modelo é caracterizado por quatro órgãos: assembleia geral, conselho geral de supervisão, conselho executivo e ROC. O conselho geral é composto por membros designados pela assembleia geral. O conselho executivo é composto por membros eleitos pelo conselho geral ou pela assembleia geral (Batista, 2009). A Figura 5 pretende ilustrar a estrutura típica do modelo dualista.

Figura 5 - Estrutura do Modelo Dualista



Fonte: IPCG (2011:6)

Neste modelo destaca-se a separação da gestão dos detentores de capital, uma vez que os órgãos de gestão, isto é, os administradores (designado conselho executivo) não são diretamente nomeados pela assembleia geral (Batista, 2009). O modelo dualista segue os princípios do sistema continental, ou seja, existe um pleno controlo dos gestores sobre os acionistas.

Modelo Anglo-saxónico

Este modelo é constituído pela assembleia geral, o conselho geral de supervisão, o conselho executivo e o ROC, sendo o conselho geral de supervisão incorpora membros eleitos pela assembleia geral e conselho executivo por membros propostos pelo conselho geral de supervisão (Batista, 2009). A Figura 6 pretende ilustrar a estrutura típica do modelo anglo-saxónico.

Figura 6 - Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico



Fonte: IPCG (IPCG, 2011:5)

O modelo anglo-saxónico difere do modelo monista sobretudo pela inclusão de uma comissão de auditoria, que consegue ter mais informação e mais fácil acesso à mesma (Batista, 2009). Estes são nomeados pela assembleia e serão no mínimo três. É de referir que só é possível remover um membro da comissão de auditoria se reunir três condições, a saber: justa causa, haver uma resolução da assembleia-geral, e esta resolução ser aprovada em Tribunal (Batista, 2009). Desta forma, e uma vez que órgão que fiscaliza é independente da gestão, os custos de agência serão mais baixos.

De acordo com Leal e Camuri (2008) neste modelo o órgão de gestão assume a responsabilidade da gestão porque a dispersão de capital é elevada. Batista (2009) refere que o facto de a estrutura ser dispersa e haver uma reduzida influência dos acionistas, acaba por existir uma maior proteção aos acionistas minoritários.

3. Performance Financeira

A preocupação em torno das questões relacionadas com a gestão e o desempenho financeiro das empresas começou a ter mais ênfase com o aumento da competitividade entre empresas e, conseqüentemente, com as exigências do mercado e dos clientes. Veen-Dirks e Wijn (2002) afirmaram que é necessário analisar e avaliar constantemente o desempenho estratégico, bem como, realizar ajustamentos às estratégias competitivas da organização para que estas sejam bem sucedidas e contribuam para a criação de valor da empresa. Neste sentido, Kotane e Merlino (2012) acrescentam que a utilização de indicadores de desempenho, quando escolhidos de forma adequada fornecem uma visão absoluta da performance da empresa, possibilitando a análise e avaliação.

3.1. Enquadramento

De acordo com Lebas e Uske (2002) a performance resulta da soma de todos os processos que levam os gestores a tomar ações apropriadas no presente, afim de criar uma organização eficaz e eficiente no futuro. Cabe a cada empresa definir um modelo para a avaliar, selecionando os indicadores que melhor a descrevem, e supervisionando constantemente o seu *status*.

Rodrigues (2009), citando Drucker (1999) refere que é necessário desenvolver novos indicadores que não incluam só a perspectiva financeira e que reflitam os interesses de todos os *stakeholders* a médio/longo prazo. A construção de um conjunto de indicadores reforça a ideia de que diferentes variáveis a interajam positiva e nativamente num processo dinâmico contribuem para a criação de valor para a empresa (Rodrigues, 2009).

A medição de performance pode ser definida como o “processo de quantificação da eficiência e eficácia de uma ação, o que implica que o sistema pode ser definido como o conjunto de métricas utilizadas para quantificar a eficiência e/ou a eficácia da ação” (Marques, 2015:48). Por norma, as variáveis que melhor representam a performance, são em regra geral o Q de Tobin, a rentabilidade dos capitais próprios, a rentabilidade do ativo e a rentabilidade das ações. O Q de Tobin e a rentabilidade das ações são calculados com base nos valores de mercado, enquanto que a rentabilidade do ativo e a rentabilidade das ações são apuradas com base nos valores contabilísticos.

3.2. Indicadores de Performance Financeira

Vários autores têm apresentado o conceito de indicadores de desempenho. De acordo com Neely *et. al.* (1996) os indicadores de desempenho são um meio utilizado para calcular a eficiência e a eficácia de uma tomada de decisão por parte da empresa. Visscher (2001) refere que o indicador exprime a qualidade de funcionamento de uma organização. Na perspectiva de Parmenter (2010) é um conjunto de medidas focadas nos aspetos críticos para o sucesso atual e futuro com vista ao desenvolvimento organizacional. Segundo Rowe e Lievesley (2002) os indicadores de desempenho devem ser realistas, coerentes, mensuráveis e relevantes em tempo útil.

De acordo com Franceschini *et. al* (2007) os indicadores apresentam três funções principais: comunicação para utilizadores internos e externos, controlo para os gestores avaliarem e controlarem o desempenho dos recursos pelos quais são responsáveis, e melhoria, pois após serem identificadas as falhas deve-se formalizar um processo de melhoria contínua.

Existem várias métricas que podem ser utilizadas para medir a performance. A rentabilidade do ativo e a rentabilidade do capital investido são dos indicadores mais tradicionais na avaliação de performance. Os “conceitos tradicionais serão analisados e criticados para dar lugar a conceitos mais compatíveis com conceitos financeiros com o Valor Atual Líquido e a Taxa Interna de Rentabilidade, permitindo dessa forma efetuar a análise da performance histórica de forma coerente com a análise previsional dos investimentos e aquisições de empresas que é a perspectiva do valor criado” (Neves, 2011:23).

Os rácios de rentabilidade permitem analisar a relação existente entre o resultado e outra grandeza que se pretenda analisar, como por exemplo do ativo (rentabilidade do ativo) que analisa a capacidade dos ativos em gerar rendimento para a empresa, ou do capital próprio (rentabilidade dos capitais próprios) que analisa a capacidade de a empresa gerar valor para os acionistas (Neves, 2007).

O *Economic Value Added* (EVA) é também uma métrica que visa analisar o valor criado para o acionista. Segundo Neves (2011) o EVA equivale ao resultado residual na medida em que “o capital investido usado para calcular o resultado residual pode ser apurado de diversas formas, nomeadamente dados contabilísticos históricos, contabilísticos

ajustados, a custos de reposição e a preços de mercado” (Neves, 2011:89). Esta medida de lucro económico obtém-se subtraindo o custo de capital aos resultados operacionais líquidos de impostos, sendo que o custo de capital é imputado através do custo médio do capital aplicado ao capital investido, evidenciando os custos financeiros do capital alheio e a componente de remuneração exigida para o capital próprio, e o resultado operacional líquido é o resultado líquido de uma empresa ou de uma divisão sem endividamento (Neves, 2011).

O *Total Shareholders Return* (TSR) é outra métrica que analisa o valor criado para o acionista. É utilizado pelos analistas financeiros e representa o valor real ou rendimento obtido pelo acionista num determinado período (Neves, 2011). Esta métrica, que só pode ser utilizada para empresas cotadas, decompõe-se em rendimento de dividendo (*dividend yield*) e rendimento de mais-valia ou de valorização bolsista (João Carvalho das Neves, 2011). Para mensurar TSR considera-se então a divisão entre o dividendo por ação sobre o preço ou cotação da ação mais a mais-valia do preço ou da cotação da ação. Segundo Neves (2011) a cotação da ação é considerada o indicador mais adequando das expetativas que o mercado tem sobre a performance da empresa.

Também o *Market Equity To Book Value* (MBV) compara o valor de mercado do capital próprio com o seu valor contabilístico. De acordo com Neves (2011:64) “este rácio, quando a contabilidade regista os ativos a preços históricos, representa um índice do valor criado para os acionistas face aos investimentos que estes têm feito historicamente na empresa”. No entanto o autor acrescenta “estando as demonstrações financeiras registadas a preços históricos, o rácio acaba por não representar de forma adequada o valor criado para o acionista, pois a inflação pode distorcer de forma relevante o balanço da empresa” (Neves, 2011).

O rácio Q de Tobin compara o valor de mercado dos ativos com o seu valor a custo de reposição (Neves, 2011). O custo de reposição é o valor resultante de como os ativos deverão ser avaliados, sendo medido pelo seu valor contabilístico. Este rácio é semelhante ao MBV, porém, enquanto o MVB é uma métrica de valorização do capital próprio limitado devido à inflação, o Q de Tobin é um índice de valorização dos capitais totais investidos na empresa (João Carvalho das Neves, 2011).

O *Market Value Added* (MVA) é determinado “pela diferença entre o valor de mercado dos capitais investido (capitais próprios e passivo financeiro) e o seu valor contabilístico ajustado” (Neves, 2011:66). Também esta medida permite fazer a análise da evolução

histórica da criação de valor e compreender os períodos de melhor e pior performance da empresa. Na literatura, vários autores consideram o MVA o melhor indicador para representar o valor criado para o acionista, bem como para medir a performance da gestão, isto é, a forma como a administração usou os recursos postos à disposição (Neves, 2011).

3.3. Determinantes que influenciam a performance

Para se conseguir atingir um melhor desempenho financeiro é preciso combinar diversas variáveis, que interagem positiva ou negativamente num processo dinâmico, e que ajudam à criação de valor da empresa (Rodrigues, 2009).

Na literatura existente verificamos que vários autores utilizam diferentes determinantes para avaliar a performance da empresa, utilizando diferentes métricas até mesmo para o cálculo do mesmo determinante. Devido à extensa literatura, apenas serão apresentados os mais comuns na literatura.

Jensen (1986), Bhagat e Black (2002) e Pereira (2013) indicam que a taxa de crescimento, utilizada para medir as oportunidades de crescimento, tem impacto na performance. Segundo Paixão (2013:43) “a taxa de crescimento revela o ciclo de vida ou estágio de crescimento das empresas. E as que se encontram em estágios de crescimento superiores tendem a evidenciar um maior desempenho”. Empresas com mais oportunidades de crescimento conseguem obter mais lucro e melhores resultados que as restantes o que se traduz num melhor desempenho financeiro.

Também o endividamento tem impacto na performance. De acordo com Jensen e Meckling (1976) o endividamento tem impacto positivo na performance uma vez que leva a uma maior disciplina por parte dos gestores, o que conduz à maximização do desempenho da empresa. Em sentido oposto, Myers (1984) citado por Cunha (2005) refere que as empresas mais lucrativas, não precisam de recorrer ao exterior e portanto recorrem menos ao endividamento. Para medir o endividamento alguns autores, como Bhagat e Black (2000), Cunha (2005) e Marques (2015), utilizam a divisão entre a dívida de longo prazo sobre o ativo total, enquanto que Ozkan (2001) e Pereira (2013) consideram o passivo total sobre o ativo.

Bhagat e Black (2000), Cunha (2005), Pereira (2013) e Marques (2015) consideram que a variável da dimensão da empresa tem impacto na performance. De acordo com Sardinha (2014:34) “é importante a análise desta variável, pois a empresa pode estar a ganhar dimensão e não se traduzir em ganhos para os acionistas. Como por vezes os incentivos dos gestores estão associados ao crescimento da dimensão da empresa, estes terão interesse em alavancar rácios, como o volume de negócios, sem que este se traduza em riqueza para os acionistas”. Por um lado, espera-se que quanto maior for a dimensão, maiores serão as competências e capacidade de gestão (Salim & Yadav, 2012), por outro, em situações de crise, uma empresa de menor dimensão terá maior facilidade em "sobreviver" porque apresentar custos fixos mais baixos (Anderson e Reeb, 2003). É consensual entre os autores referidos a utilização do logaritmo das vendas para calcular o impacto do tamanho da empresa no desempenho financeiro.

A idade também é um fator importante na análise do desempenho. Segundo Black, Jang e Kim (2006) existe uma relação negativa entre a idade da empresa e o seu desempenho, pois empresas mais antigas estão mais perto do fim do ciclo de vida útil. Por outro lado, Evans (1987) apresenta uma ligação positiva, referindo que as empresas mais antigas possuem mais experiência e reputação, o que lhes permite obter vantagens de financiamento e vantagens competitivas e com isso melhor desempenho. A idade é medida pelo número de anos de atividade da empresa desde o ano de constituição (Paixão, 2013), porém também pode ser mensurada através do logaritmo do número de anos.

Também o setor pode influenciar o desempenho das empresas. Em setores mais lucrativos, por norma as empresas apresentam maiores taxas de rentabilidade. De acordo com o estudo de Silveira (2002:74) "o setor de atuação pode influenciar principalmente as variáveis dependentes de valor da empresa e desempenho, já que no período analisado alguns setores podem ter apresentado resultados sistematicamente melhores, em média, do que outros." Silveira (2002) e Cunha (2005) utilizaram uma variável *dummy* para avaliar esta variável, em que 1 representa setores específicos e 0 os restantes.

A estrutura de propriedade é um importante mecanismo de governo das sociedades, sendo que pode ser uma mais valia quando leva à realização dos objetivos que maximizem o valor da empresa (Shleifer & Vishny, 1997). De acordo com Marques (2015) quando a propriedade das ações é mais dispersa por um maior número de acionistas, o controlo da empresa tende a ficar na mão dos gestores. O autor na sua investigação utilizou quatro variáveis relativas à estrutura de propriedade: percentagem detida pelo estado, percentagem

detida pelo acionista principal, percentagem detida pelo conselho de administração e percentagem detida pelos investidores institucionais (Marques, 2015). Existe ainda o caso específico da propriedade familiar. De acordo com Villalonga & Amit (2006) citando Villalonga (2014), o excesso de propriedade familiar afeta negativamente o valor da empresa porque por vezes os familiares que não são nem acionistas nem gestores ao pretenderem preservar a visão e valores da empresa, tomam decisões que afetam o crescimento e evolução da empresa. Porém a propriedade familiar também cria valor porque a família procura garantir a sustentabilidade da empresa para gerações futuras (Villalonga et al., 2014).

A identificação e a função do CEO, bem como os efeitos da substituição do CEO também são determinantes utilizados para avaliar a performance das empresas. Bhagat e Black (2000), Silveira (2002), Cunha (2005) e Marques (2015) utilizaram uma variável *dummy* para determinar se o presidente do conselho de administração é o CEO ou não. A separação das funções de presidente da comissão executiva e de presidente do conselho de administração tem impacto positivo porque contribui para um equilíbrio adequado de poderes (Marques, 2015). Pereira (2013) estudou a importância da substituição do CEO na performance financeira das empresas, utilizando também uma variável *dummy* que determina se houve substituição do CEO ou não. Quando os níveis de performance são mais baixos que o previsto é aconselhável a alteração do CEO, de forma a não ter impacto na monitorização da empresa (Pereira, 2013).

A literatura também apresenta inúmeras variáveis de performance que se relacionam com o governo das sociedades, tais como: a dimensão e a independência do conselho de administração, a remuneração e o auditor.

Um conselho de administração de pequena dimensão tem uma menor probabilidade de ter conflitos de gestão, falta de coesão ou desmotivação o que pode contribuir para aumentar o desempenho financeiro da empresa (Rodrigues, 2012). Jensen (1993) defende que quando a dimensão é maior é expectável existirem problemas de comunicação e organização, contribuindo negativamente para o desempenho da empresa, pois, segundo o autor, quando o conselho ultrapassa a dimensão moderada, existe uma maior dificuldade para desempenhar as suas funções de forma eficaz. Vários autores, tais como, Bhagat e Black (2000), Silveira (2002), Cunha (2005) e Marques (2015) utilizaram o logaritmo natural do número de membros do conselho de administração para determinar esta variável.

Em relação à independência do conselho de administração deve-se encontrar um número ideal de administradores independentes (CMVM, 2007). Os administradores independentes têm impacto positivo na performance porque são considerados como um mecanismo de controlo de boas práticas de governo das sociedades, contribuindo para um equilíbrio adequado de poderes, aumentar a responsabilização e melhorar a capacidade do conselho tomar decisões de forma independente face aos gestores (OCDE, 2004). Contudo, Agrawal e Knoeber (1996) e Yermack (1996) defendem que esta variável pode ter impacto negativo na performance porque por vezes os membros independentes estão ligados ao conselho de administração e são por isso “falsos” independentes. Nos estudos de Bhagat e Black (2000), Silveira (2002), Cunha (2005) e Marques (2015) esta variável é expressa pela fração do total de membros independentes menos a fração de membros executivos do conselho, já no estudo de Pereira (2013) a variável foi expressa pela proporção de membros independentes no conselho de administração.

Também a remuneração dos gestores pode influenciar a performance, pois permite alinhar os interesses da sociedade com os membros do conselho de administração (CMVM, 2007), motivando os gestores a empenhar-se na criação de valor da empresa. Esta variável nem sempre é estudada do mesmo modo: Marques (2015) utilizou o logaritmo do total de remuneração anual variável sobre o número total de administradores executivos. Já Cunha (2005) analisou a remuneração através de uma variável *dummy*, que assume valor um se a remuneração depender do resultado da empresa.

Para além das variáveis referidas, existem outras que podem ser utilizadas para medir a performance, conforme o objetivo do estudo, o país ou tipo de empresas a analisar.

3.4. Performance e Governo das Sociedades

Em Portugal o tema do governo das sociedades tem vindo a ser cada vez mais desenvolvido. Em 2003, Heidrick & Struggles (citado por Cunha, 2005:47), refere que “a prática de governo das sociedades em Portugal permanece muito aquém dos padrões aceites a nível europeu e as empresas portuguesas tem ainda um longo caminho a percorrer até os mercados internacionais sentirem confiança para investir em Portugal”. Atualmente, o tema está mais presente e tem adquirido maior importância em debates, dando origem a conclusões importantes.

De facto, vários trabalhos têm analisado o impacto do governo das sociedades na performance das mesmas. O estudo empírico de Baysinger, Kosnik e Turk (1991) analisou o impacto do número de membros independentes no conselho de administração e o desempenho financeiro de 176 empresas da *Fortune 500*. Os autores evidenciaram uma relação negativa entre o desempenho e a número de membros independentes no órgão de administração.

Alves e Mendes (2001) analisaram a ligação entre o cumprimento das recomendações emitidas pela CMVM e os retornos, ou seja, investigaram se o desempenho das empresas é afetado positiva ou negativamente pelo número de recomendações que as mesmas seguem. Os autores analisaram 82 sociedades cotadas no mercado de cotações oficiais (MCO) e que foram objeto de inquérito por parte da CMVM. Foram realizadas duas análises: numa primeira análise os autores calcularam o retorno de cada ativo ajustado ao risco, posteriormente, calcularam o retorno dos ativos face ao risco sistemático. Utilizando um modelo multifatorial, os autores concluíram “que existe uma relação positiva entre o cumprimento de algumas das recomendações da CMVM e os retornos anormais apurados. Em particular, merece realce a evidência de efeito positivo entre a performance e a forma de organização e de funcionamento do órgão executivo da sociedade” (Alves & Mendes, 2001:1).

O estudo realizado por Cunha e Martins (2007) teve como objetivo analisar a relação existente entre mecanismos do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* entre 2001 a 2003. O estudo apresentou evidência estatística de uma relação positiva e significativa entre a remuneração dos diretores executivos vinculada aos resultados da sociedade e a performance. Os autores constataram uma relação inversa entre a dimensão do conselho de administração e a performance.

Marques (2015) analisou a relação entre algumas das características do governo das sociedades e a performance financeira das sociedades cotadas de Portugal e Espanha, num período entre 2010 e 2013. Os resultados obtidos evidenciaram um impacto positivo entre certas variáveis de governo das sociedades, tais como: o tamanho do conselho de administração, o número de membros independentes do conselho de administração e a remuneração indexada aos resultados, e a performance. Quanto maior forem os valores destas variáveis maior será a performance. No entanto, o autor evidenciou um impacto negativo na relação entre a concentração de propriedade e a performance.

Para além dos estudos de Cunha e Martins (2007) e Marques (2015), a realização desta investigação foi também apoiada nos estudos de Bhagat e Black (2000) Batista (2009) Pereira (2013). Pretende-se que este trabalho seja uma extensão dos mesmos, contribuindo para o estudo do impacto do governo das sociedades na performance financeira das empresas, confirmando resultados já apresentados pelos autores e através de novas conclusões, com outras variáveis de estudo, por exemplo.

4. Hipóteses do estudo

O objetivo do presente trabalho é perceber em que medida o governo das sociedades influencia o desempenho financeiro das empresas. Estudos anteriores verificaram, como vimos no capítulo anterior, que a composição e funcionamento dos órgãos de sociedade têm impacto na performance das empresas.

A dimensão do conselho de administração é uma dessas variáveis. Na literatura não existe consenso sobre a influência do número de membros que compõem o conselho de administração e performance da empresa. A CMVM recomenda “que o Conselho de Administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta a efetiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da atividade dos membros executivos” (CMVM, 2007:7), não evidenciando uma dimensão ideal para o conselho de administração. Já Anderson *et. al.* (2004) referem que a dimensão deve ser proporcional à dimensão da empresa.

De acordo com Fama e Jensen (1983b) a dimensão do conselho de administração é muito importante uma vez que representa a capacidade da empresa acompanhar e controlar as atividades de gestão. Jensen (1993) defende que quando o conselho é superior à dimensão moderada (7 a 8 administradores no total) a empresa tem dificuldades em desempenhar as suas funções de forma eficaz. Rodrigues (2012) analisou as empresas cotadas na *Euronext Lisboa* no período entre 2006 e 2009, confirmou que um conselho de administração de pequena dimensão tem uma menor probabilidade de ter conflitos de gestão, falta de coesão ou desmotivação, pelo que contribui para o acréscimo do desempenho financeiro da empresa.

Jensen (1993), Yermack (1996), Eisenberg e Wells (1998) e Bennedsen *et. al.* (2004), por sua vez, encontraram uma relação negativa entre dimensão do conselho de administração e a performance financeira. Segundo estes autores quanto maior a dimensão do conselho de administração maior a probabilidade de existirem problemas de comunicação e organização, o que tem impacto na atividade operacional da empresa e, consequentemente, no seu desempenho financeiro.

Cunha e Martins (2007) encontraram uma evidência empírica negativa entre o número de membros do conselho de administração e o desempenho das empresas. Os autores justificam esta relação pelo facto de, a partir de um certo tamanho do conselho de

administração, os problemas de agência causados por um número de membros demasiado elevado prevalecem aos possíveis benefícios resultantes da supervisão.

Embora a opinião sobre o impacto da dimensão do conselho de administração no desempenho financeira não seja consensual, como Cunha e Martins (2007) utilizaram uma amostra similar a utilizada no presente estudo (empresas portuguesas cotadas), esperamos obter uma relação negativa devido à dificuldade de chegar a consenso em conselhos de grande dimensão e ao atraso na tomada de decisão o que poder limitar o futuro da empresa. Posto isto surge a primeira hipótese do presente estudo:

Hipótese 1: A dimensão do conselho influencia negativamente a performance financeira da empresa.

Não só a dimensão do conselho de administração pode influenciar a performance, a sua independência também. Os resultados encontrados pelos vários autores são também ambíguos. Se uns estudos apontam para uma relação positiva, embora pouco significativa entre a independência dos membros do conselho e o desempenho da empresa, outros encontraram uma relação negativa.

A recomendação da CMVM (CMVM, 2007:7) refere “entre os administradores não executivos deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores”.

Fama e Jensen (1983a) foram pioneiros no estudo sobre a importância da independência dos órgãos de administração das organizações. Estes investigadores concluíram que os órgãos independentes e não executivos têm mais incentivos para executar as tarefas de gestão, atuando para proteger os interesses dos acionistas. Os administradores independentes são vistos como um mecanismo que eleva as boas práticas de governo das sociedades, uma vez que limitam e controlam as ações tanto dos gestores como dos acionistas protegendo os interesses da empresa (Esperança, Sousa, Pereira, & Soares, 2011; Hu, Tam, & Tan, 2009)

Porém, Agrawal e Knoeber (1996) e Yermack (1996) encontraram uma relação negativa entre o número de diretores independentes e o desempenho da empresa, medido pela variável Q de Tobin. Segundo estes autores, a existência de muitos diretores independentes pode levar a um desempenho mais fraco uma vez que podem ser “falsos”

diretores independentes e estarem diretamente relacionados com a empresa e a administração. Pode ainda dar-se o caso de os membros independentes não serem recompensados, ficando por isso desmotivados e dedicando pouco tempo à empresa.

Bhagat e Black (1999) comprovam os resultados anteriores referindo que as empresas americanas que são compostas por mais membros independentes nos seus conselhos apresentam comportamentos distintos das demais, embora o estudo não evidencie se os diretores independentes tomam melhores ou piores decisões.

Para Portugal, também Cunha e Martins (2007) encontraram uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas, concluindo que as empresas com maior número de membros independentes no conselho de administração tendem a apresentar piores resultados. Porém os autores não conseguem justificar este comportamento dado que não corrobora com os estudos empíricos anteriores, pelo que sugerem numa investigação futura “aclarar a classificação dos membros do conselho de administração, assim como introduzir questões sobre a rotação do conselho” (Cunha e Martins, 2007:87).

Seguindo o resultado encontrado para Portugal, a nossa segunda hipótese é que conselhos que apresentam maioritariamente membros independentes tenham menor desempenho financeiro. Assim sugerimos a seguinte hipótese de estudo:

Hipótese 2: Existe uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e a performance financeira da empresa.

A separação entre o papel dos acionistas e da gestão pode comprometer a relação entre ambos e levar a diferentes objetivos, como anteriormente referido (Jensen & Meckling, 1976). A questão da concentração de propriedade é importante, porque define a capacidade de os acionistas intervirem ou controlarem as atividades dos gestores, diminuindo a hipótese de estes agirem de acordo com os seus próprios interesses. A generalidade dos estudos empíricos apontam para uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o desempenho da empresa.

Os acionistas majoritários contribuem para gerir a empresa de forma mais eficiente, dado que têm maiores incentivos uma vez que a sua riqueza está direta e intrinsecamente relacionada com a riqueza da empresa (Jensen & Meckling, 1976). Segundo Shleifer e Vishny (1997) a concentração de propriedade pode ser benéfica se levar à realização dos

objetivos que maximizem o valor da empresa, ao controlo eficaz e eficiente da gestão e à redução dos custos de agência, obtendo assim melhores resultados para empresa. O estudo empírico de Bhagat e Bolton (2013) provou isso mesmo dado que encontrou uma relação positiva entre a propriedade e a performance das empresas. Também Agrawal & Mandelker (1990) concluíram que a performance melhora com a concentração de propriedade dado que a mesma serve de mecanismo para reduzir ou eliminar os custos de agência.

Seguindo a teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) esperamos encontrar uma relação positiva entre a concentração de propriedade e o desempenho financeiro, uma vez que os gestores quando têm maiores participações na empresa, tendem a trabalhar de forma mais eficiente e ativa, de forma alinhar os seus interesses com os da empresa, levando à maximização do valor da mesma e, consequentemente, à sua rentabilidade. Isto sugere então a terceira hipótese:

Hipótese 3: A concentração de propriedade tem positiva na performance financeira.

Uma forma da empresa alinhar os objetivos dos gestores com os dos acionistas é definir um sistema de remuneração baseado no desempenho. Isto conduzirá os gestores a empenharem-se na criação de valor da empresa dado que assim estarão a aumentar a sua remuneração pessoal (Rodrigues, 2014).

A CMVM na sua recomendação nº8 de 2003 refere “a remuneração dos membros do órgão de administração deve ser estruturada por forma a permitir o alinhamento dos interesses daqueles com os interesses da sociedade e deve ser objeto de divulgação anual em termos individuais”.

Cunha (2005), Cunha e Martins (2007) e Rodrigues (2014) concluíram na sua investigação que quando a remuneração dos diretores executivos está vinculada aos resultados da empresa, a performance financeira da empresa é melhor.

Face ao exposto é expectável uma influência positiva no desempenho quando se verifica um sistema de remuneração variável. A seguinte hipótese surge naturalmente:

Hipótese 4: A existência de remuneração variável influencia positivamente a performance financeira.

Uma outra figura importante nas empresas é o auditor. A literatura é unânime quanto à escolha do auditor: empresas auditadas por uma das *big4*⁵ apresentam informação mais útil e mais confiável que as demais, embora apresentem mais custos na contratação do serviço (Hallak e Silva, 2012).

Segundo a OCDE (2004:59) “Para além de exigirem auditores independentes e competentes e facilitarem a divulgação atempada da informação, vários países tomaram medidas para garantir a integridade das profissões e atividades que servem como instrumentos de análise e orientação para o mercado. Se operarem à margem de conflitos de interesses e com integridade, estes intermediários podem desempenhar um papel importante, proporcionando incentivos aos órgãos de administração para seguirem boas práticas de governo das sociedades.”

De acordo com Hermawan *et al.* (2012) uma vez que as *big4* representam as maiores empresas de auditoria do mundo existe maior credibilidade nos relatórios financeiros levando a um aumento de confiança por parte dos acionistas. Estas auditoras visam sobretudo a transparência das informações financeiras, sendo que o seu *know-how* permite a estas auditoras contribuírem para a empresa atuar a nível estratégico com vista à tomada de decisão de forma a potenciar as suas atividades e com isso obter mais lucro, logo melhor desempenho. Marques (2015) obteve uma relação positiva entre a variável *big4* e a performance.

Posto isto, admitimos que as empresas auditadas por uma *big4* apresentem melhor desempenho. Naturalmente surge a seguinte hipótese de estudo:

Hipótese 5: Empresas auditadas por uma *big4* têm maior performance financeira.

Para além de variáveis relacionadas com o governo de sociedades existem características específicas das empresas que podem causar impacto na performance. De acordo com Salim e Yadav (2012) a dimensão da empresa pode ter influência no seu desempenho financeiro uma vez que quanto maior for a dimensão, maiores serão as competências e capacidade de gestão. Empresas de maior dimensão têm maior acesso a mercados financeiros, mais facilidade em diversificar o negócio e, por isso, enfrentam

⁵ As quatro maiores empresas internacionais de auditoria são: Deloitte & Touche, KPMG, Ernest & Young, e PriceWaterHouseCoopers.

menor risco de falência (Rajan e Zingales, 1995). Miralles-Marcelo, Miralles-Queirós e Lisboa (2013) referem que as empresas com menor dimensão têm maiores problemas financeiros muito porque não conseguem beneficiar de economias de escala.

Também Sandra (2014) citando a investigação de Vogt *et. al.* (2013) fundamenta que existe uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a rendabilidade do ativo, isto porque as empresas de maior dimensão conseguem utilizar os ativos de forma mais eficiente e com isso obter maiores níveis de rendibilidade. A investigação Pedersen e Thomsen (1999) também demonstra que o tamanho das empresas estabelece um efeito positivo na performance, através essencialmente de economias de escala, sinergias, diminuição de custos de produção e de distribuição e fornece maior poder de mercado.

Contudo, segundo Anderson e Reeb (2003) perante uma crise financeira, uma empresa de menor dimensão, por apresentar custos fixos mais baixos, consegue ultrapassar melhor essa situação do que uma empresa de maior dimensão.

Como a amostra incide em empresas cotadas, ou seja, principalmente empresas todas de média e grande dimensão, a questão apresentada por Anderson e Reeb (2003) pode não ser muito relevante. Assim, prevemos uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a performance, seguindo a generalidade dos estudos. A hipótese sugerida é então a seguinte:

Hipótese 6: A dimensão da empresa tem impacto positivo no desempenho financeiro da empresa.

O endividamento também pode influenciar o desempenho das empresas. Na perspetiva de Jensen (1999) os problemas de agência entre gestores e acionistas podem ser resolvidos através do endividamento, principalmente bancário, dado que o banco passa a controlar, ainda que indiretamente, a empresa. Assim, o aumento do endividamento pode ter impacto positivo na performance das empresas. Jensen e Meckling (1976) encontraram uma relação positiva entre o endividamento e a performance das empresas, justificando o resultado com o facto de o endividamento levar a uma gestão mais eficiente por parte dos gestores, evitando investimentos avultados pouco rentáveis e com elevado risco, contribuindo assim para a maximização do desempenho financeiro da empresa.

Também Cunha (2005) confirma que o nível de endividamento pode ser visto como forma de apaziguar conflitos de interesses e de incentivar o gestor a fazer um bom trabalho

e a tomar melhores decisões de investimento. Assim sendo, o endividamento pode ser utilizado como mecanismo monitorização provocando um efeito positivo na organização.

Já Lawless, O’Connell e O’Toole (2015) referem que quando a empresa apresenta uma dívida superior ao volume de negócios, o desempenho financeiro é claramente afetado, surgindo problemas como a incapacidade de compromisso com créditos, bem como restrições a novos créditos sujeitos a taxas mais elevadas, problemas de sustentabilidade levando à dificuldade de gerar valor e crescimento.

Sendo as empresas da amostra em questão empresas cotadas, e por isso de maior dimensão e com menores problemas no acesso a capitais, dado que não dispõe apenas de acesso a dívida, mas também acesso ao mercado de capitais, consideramos que o valor da dívida superior ao volume de negócio não seja normal. Por consequência ao apresentado, formaliza-se a sétima hipótese de estudo:

Hipótese 7: O endividamento tem impacto positivo na performance financeira da empresa.

As oportunidades de crescimento também podem justificar o desempenho das empresas. Chellia, Sulaiman e Yusoff (2010) referem que o desempenho aumenta com a aquisição de novos clientes, algo que, segundo os autores, é facilitado pela diversificação de mercados, uma vez que permite à empresa alcançar economias de escalas.

Paixão (2013), de acordo com os argumentos de Villalonga e Amit (2006), refere haver uma influencia positiva do crescimento da empresa no seu desempenho justificando que “a taxa de crescimento revela o ciclo de vida ou estágio de crescimento das empresas. E as que se encontram em estágios de crescimento superiores tendem a evidenciar um maior desempenho” (Paixão, 2013:43).

No entanto, Vogt *et. al.* (2013) investigaram os fatores que determinam o desempenho de empresas familiares brasileiras de capital aberto entre os anos de 2008 e 2012 obtendo uma relação negativa entre o crescimento da empresa e o seu desempenho. Os autores referem que este resultado pode derivar do facto de não se conseguir determinar se as empresas melhor valorizadas no mercado obtêm maior ou menor desempenho.

Não obstante os dos resultados encontrados por estes autores, empresas com melhores oportunidades de crescimento podem auferir de acréscimo de lucros e melhores resultados,

para além de futuros investimentos, pelo que esperamos uma relação positiva com a performance. A hipótese seguinte é então definida:

Hipótese 8: O crescimento da empresa influencia positivamente o desempenho financeiro da empresa.

Por último, também a idade é um fator importante para a análise à performance das empresas. Até agora a evidência empírica tem sido contraditória. Por um lado, existe uma relação negativa demonstrada na investigação de Black, Jang e Kim (2006). De acordo com os autores as empresas mais antigas têm maior probabilidade de ter terminado a sua fase de crescimento, chegando ao fim do seu ciclo de vida útil, enquanto as empresas mais jovens estão a crescer mais rápido. Por outro lado, Evans (1987) encontrou uma relação positiva, argumentando que as empresas mais antigas são mais experientes, têm uma melhor reputação, e, portanto, podem conseguir custos de obtenção de capital mais baixos, o que contribui para um melhor desempenho.

Segundo Miralles-Marcelo, Miralles-Queirós e Lisboa (2014) empresas mais velhas conseguem obter um melhor desempenho financeiro porque beneficiam de economias de escala. Singla e George (2013)(2013) acrescentam ainda que a idade da empresa explica os recursos acumulados bem como as dificuldades associadas ao longo do tempo, o que se reflete em mais conhecimentos de gestão, maior capacidade para fazer face à incerteza, notoriedade e posição de mercado Coad, Segarra e Teruel (2016). Assim empresas mais velhas têm maior capacidade de fazer face a imprevistos e melhorar os seus resultados.

Face ao apresentado, a última hipótese definida é então:

Hipótese 9: A idade influencia positivamente a performance financeira das empresas.

Na tabela seguinte é evidenciada uma síntese das relações esperadas

Tabela 5 - Resumo das Hipóteses de Investigação fixadas

Hipótese	Formulação de hipótese	Relação Esperada
H1	A dimensão do conselho influencia negativamente a performance financeira da empresa.	-
H2	Existe uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e a performance financeira da empresa.	-
H3	A concentração de propriedade tem influência positiva na performance financeira.	+
H4	A remuneração influencia positivamente a performance financeira.	+
H5	Empresas auditadas por uma big4 têm maior performance financeira.	+
H6	A dimensão da empresa tem impacto positivo no desempenho financeira da empresa.	+
H7	O endividamento tem impacto positivo na performance financeira da empresa.	+
H8	O crescimento da empresa influencia positivamente o desempenho financeiro da empresa.	+
H9	A idade influencia positivamente a performance financeira das empresas.	+

5. Amostra, Variáveis e Modelo

5.1. Amostra

A amostra deste trabalho incide sobre as empresas portuguesas cotadas em bolsa, no período compreendido entre 2012 e 2016. A escolha pelo mercado Português deve-se ao facto de ser um país pouco explorado, com poucas investigações em quase todas as áreas, devido quer à sua reduzida dimensão, quer à dificuldade no acesso à informação principalmente de índole financeira.

Optou-se por seleccionar as empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* uma vez que todas têm a obrigatoriedade de apresentar o relatório de governo das sociedades à CMVM, um dos temas fundamentais deste trabalho.

Quanto ao período de análise situa-se entre 2012 e 2016, pois o ano de 2016 foi o último ano com informação disponível aquando a recolha da amostra e organização da base de dados. Já o ano de 2012 foi decidido para se analisar um período de 5 anos que contribuísse para ter resultados consistentes.

Da amostra foram retiradas da análise empresas ou dados de uma empresa que num dado ano não tinham toda a informação necessária à elaboração da base de dados. Foram ainda excluídos clubes de futebol, dado que o ano económico destes é diferente da restante amostra, e empresas que se regem por regulamentações contabilísticas diferentes, como é o caso das empresas financeiras e seguradoras. As empresas excluídas são apresentadas na seguinte tabela:

Tabela 2 - Empresas excluídas da amostra

Empresas excluídas
B.COM.PORTUGUES
BANCO BPI
BANCO SANTANDER
BENFICA
EURONEXT
FUT.CLUBE PORTO
INAPA-PREF S/ VOTO
ISA
NEXPONOR-SICAFI
PATRIS
PHAROL
SPORTING

A amostra total inclui informação de 37 empresas num período de 5 anos. Trata-se de uma amostra com dados em painel, não balanceado, com o total de 178 observações. As empresas que compõem a amostra são as seguintes:

Tabela 3 - Empresas da amostra

Amostra
ALTRI SGPS
COFINA,SGPS
COMPTA
CORTICEIRA AMORIM
CTT CORREIOS PORT
EDP
EDP RENOVAVEIS
ESTORIL SOL N
F.RAMA
GALP ENERGIA-NOM
GLINTT
IBERSOL,SGPS
IMOB.C GRAO PARA
IMPRESA,SGPS
INAPA-INV.P.GESTAO
J.MARTINS,SGPS
LISGRAFICA
LUZ SAUDE
MARTIFER

MEDIA CAPITAL
MOTA ENGIL
NOS, SGPS
NOVABASE,SGPS
OREY ANTUNES ESC.
REDITUS,SGPS
REN
SAG GEST
SEMAPA
SONAE
SONAE CAPITAL
SONAE IND.SGPS
SONAECOM,SGPS
SUMOL+COMPAL
TEIXEIRA DUARTE
THE NAVIGATOR COMP
TOYOTA CAETANO
VAA VISTA ALEGRE

5.2. Variáveis

A informação foi recolhida em duas bases de dados distintas: para cálculo das variáveis financeiras foi obtida através da base de dados SABI da Bureau Van Dijk, já para as variáveis de governo de sociedades a informação foi obtida nos relatórios de governo das sociedades que constam página web institucional ou na CMVM. De seguida apresenta-se como foram calculadas as variáveis de performance, explicativas e de controlo.

5.2.1. Variáveis de performance

As variáveis de performance, ou variáveis dependentes, foram calculadas com base na informação contabilística das empresas. Neste estudo são utilizadas três variáveis alternativas de performance, que passamos a descrever:

- **Tobin's Q Ratio (Q de Tobin)**

Tobin (1969) desenvolveu uma fórmula para medir a razão entre o valor de mercado da empresa e o seu valor de custo de reposição. No presente estudo o método utilizado para cálculo do Q de Tobin foi o proposto por Chung e Pruitt (1994) que é o apresentado de seguida:

$$Q \text{ de Tobin } (Q_TOBIN) = \frac{\text{Valor de Mercado dos Capitais Próprios} + \text{Dívida}}{\text{Ativo Total}}$$

O Q de Tobin é então determinado pela razão entre o valor de mercado dos capitais próprios adicionando valor da dívida dividindo pelo ativo total. Pretende-se que Q de Tobin seja superior que 1, o que significa que as ações estão valorizadas e o valor dos investimentos é superior aos custos. Por outro lado, se Q de Tobin for inferior a 1 significa que as ações da empresas estarão desvalorizadas e não há incentivo a investimentos (Lindenberg & Ross, 1981).

- **Rentabilidade dos Capitais Próprios (ROE)**

O ROE (*Return On Equity*) mede o retorno do capital investido pelos acionistas, isto é, a rentabilidade do capital aplicado pelos acionistas na empresa. Este rácio é calculado pelo quociente entre os resultados líquidos e os capitais próprios da empresa.

$$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capitais Próprios}}$$

Segundo Walsh (1996) este é um dos mais importantes rácios de medida de performance. Silveira (2002) e Bauer *et. al.* (2004) utilizaram este indicador para medir a performance financeira.

- **Rendibilidade do Ativo (ROA)**

O ROA (*Return On Assets*) visa medir a rendibilidade operacional dos ativos, isto é, a capacidade de gerar resultados através dos ativos da empresa. Segundo Walsh (1996) este é também um dos rácios para importantes para auferir a rentabilidade de uma empresa.

Não há um modo único de calcular o ROA. Na investigação empírica de Bhagat & Black (2000) e Silveira (2002) o ROA calculado através do quociente entre EBITDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) e o ativo total.

$$ROA_{EBITDA} = \frac{EBITDA}{Ativo\ Total}$$

Já nos estudos empíricos de Baber e Lyon (1996), Bhagat e Bolton (2009) e Jackling e Johl (2009) o desempenho foi medido pelo rácio entre o resultado líquido e o ativo total.

$$ROA = \frac{Resultado\ Líquido}{Ativo\ Total}$$

Silveira (2002) apurou a rentabilidade do ativo total através do quociente entre os resultados operacionais e o ativo total.

$$ROA_{RO} = \frac{Resultado\ Operacional}{Ativo\ Total}$$

No presente estudo optamos por utilizar as várias alternativas para calcular o ROA.

5.2.2. Variáveis de Governo das Sociedades (variáveis explicativas)

Como referido anteriormente o governo de sociedades pode causar impacto na performance financeira das empresas. Para avaliarmos o governo de sociedades foram utilizadas as seguintes variáveis:

- **Dimensão do Conselho de Administração**

Pretendemos também com o estudo apurar a influência da dimensão conselho de administração no desempenho da empresa. Seguindo Anderson *et. al.* (2004) calculámos a dimensão do conselho de administração como o resultado obtido pelo total de membros do conselho de administração sobre o logaritmo natural do ativo total.

$$DIM_CA = \frac{\text{Número total de membros do conselho de administração}}{\ln (\text{Ativo total})}$$

- **% De membros independentes no CA**

A independência dos órgãos do conselho de administração também pode ter impacto direto nas decisões financeiras das empresas. A percentagem de membros independentes do conselho de administração foi calculada seguindo os estudos de Beasley (1996), Bhagat e Black (2000), Silveira (2002) e Cunha (2005) para calcular. A expressão utilizada foi a seguinte:

$$\% \text{ de membros independente CA (IND_CA)} = \frac{\text{Número de mebrros independentes}}{\text{Número total de membros do CA}}$$

- **Concentração de Propriedade**

Outra questão importante a averiguar é a saber de que forma a concentração de propriedade influencia a performance financeira da empresa. Para medir a concentração de propriedade utilizamos a percentagem de participações qualificadas constantes nos relatórios de governo das sociedades, seguindo a ideia dos estudos de Shleifer e Vishny (1997) e Chtourou *et al.* (2001).

$$\text{Concentração de propriedade (PART_QUAL)} = \% \text{ Participações qualificadas}$$

- **Remunerações**

De acordo com a revisão bibliográfica efetuada, a remuneração dos membros do órgão de administração e executivos tem especial relevância no estudo do *corporate governance* e é um ponto relevante na análise da performance financeira da empresa.

Para estudar se a remuneração está vinculada nos resultados da sociedade foi definida a seguinte variável artificial binária:

Remuneração (REMUN) = 1, a remuneração depende do resultado da empresa

Remuneração (REMUN) = 0, caso contrário

Esta variável foi definida de acordo com os estudos de Anderson (2000) e Alonso e Iturriaga (2003).

- **Auditor - Big4**

Big 4 é uma variável dummy que assume o valor 1 quando a empresa é auditada por uma das big4 – PricewaterhouseCoopers (PwC); Deloitte; Ernst & Young (EY); KPMG – e assume o valor 0 caso contrário. O estudo de Bozcuk (2011) utilizou esta variável para apurar a influência da empresa que audita na performance financeira da organização.

Quem audita (AUDITOR) = 1, se for uma das big4

Quem audita (AUDITOR) = 0, caso contrario

5.2.3. Variáveis de Controlo

Como outros estudos, foram consideradas diversas variáveis de controlo que julgamos as mais adequadas para avaliar o valor da empresa. Estas estão essencialmente relacionadas com as características das empresas.

- **Dimensão da empresa**

A dimensão da empresa foi calculada através do logaritmo do valor do ativo total líquido, tal como Agrawal e Knober (1996), Yermack (1996), Bhagat e Black (2000) e Klapper e Love (2004).

$$\text{Dimensão da empresa (DIM_EMP)} = \text{Ln}(\text{Ativo Total})$$

- **Endividamento**

O endividamento da empresa é um dos principais indicadores para analisar a sua situação económico-financeira (Walsh, 1996). Este indicador foi medido pelo quociente entre passivo e o capital próprio, tal como Ozkan (2001).

$$\text{Endividamento (ENDIV)} = \frac{\text{Passivo}}{\text{Capital Próprio}}$$

- **Oportunidade de Crescimento**

Esta variável visa determinar as oportunidades de crescimento da empresa e é representada a taxa de crescimento da empresa em relação ao ano anterior. Esta é medida pelo resultado entre o ativo total do ano atual e o do ano anterior (Jensen, 1986, Bhagat e Black, 2002, e Klapper e Love, 2004).

$$\text{Oportunidades de Crescimento (OPO_CRES)} = \frac{\text{Ativo Total}_n}{\text{Ativo Total}_{n-1}}$$

- **Idade**

De acordo com Singla e George (2013) a idade da empresa representa os recursos acumulados pela empresa ao longo do tempo, bem como as dificuldades associadas. Para o cálculo desta variável recorreremos à informação da SABI para recolhermos informação sobre o ano de constituição da empresa e depois contou-se o número de anos até à data em análise.

Na tabela seguinte apresenta-se uma síntese sobre as variáveis utilizadas, a fórmula de cálculo e a fonte dos dados.

Tabela 4 - Variáveis de estudo

VARIÁVEL	CÓDIGO	FÓRMULA	FONTE
Variáveis de performance (variáveis dependentes)			
Q de Tobin	Q-Tobin	Valor de Mercado dos Capitais Próprios + Dívida / Ativo Total Líquido	Relatório e Contas
ROE	ROE	Resultado Líquido / Capitais Próprios	Relatório e Contas
ROA	ROA	Resultado Líquido / Ativo Total Líquido EBITDA/ Ativo Total Líquido Resultado Operacional / Ativo Total Líquido	Relatório e Contas
Variáveis de governo das sociedades (variáveis explicativas)			
Dimensão do Conselho de Administração	DIM_CA	Nº Total de Diretores no CA / Ln (Ativo Total Líquido)	Relatório do Governo das Sociedades
% De membros independentes no CA	IND_CA	Membros independentes/Total de membros	Relatório do Governo das Sociedades
Concentração de propriedade	PART_QUAL	% participação qualifica	Relatório do Governo das Sociedades
Remunerações	REMUN	1 - a remuneração depende do resultado da empresa 0 - caso contrário	Relatório do Governo das Sociedades
Quem é o auditor	AUDITOR	1- Se for uma das big4 0 - Caso contrário	Relatório do Governo das Sociedades
Variáveis de controlo			
Dimensão empresa	DIM_EMP	Ln ativo	Relatório e Contas
Endividamento	ENDIV	Passivo/Ativo	Relatório e Contas
Oportunidades de crescimento	OPO_CRES	Ativo total líquido n/Ativo total líquido n-1	Relatório e Contas
Idade	IDADE	Número de anos da empresa	SABI

5.3. Análise Estatística

Na tabela seguinte apresenta-se as principais estatísticas descritivas das variáveis anteriormente apresentadas, nomeadamente a média, mediana, máximo, mínimo e desvio padrão.

Tabela 5 - Estatísticas Descritivas

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
ROA	0,0247	0,0183	1,4367	-0,5619	0,1423
ROA_EBITDA	0,0425	0,0325	1,7829	-0,5495	0,1622
ROA_RO	0,0336	0,0239	1,6759	-0,5495	0,1564
ROE	0,0118	0,0409	1,0594	-4,3920	0,4286
Q_TOBIN	1,8354	0,7781	38,7970	-0,1421	4,1821
DIM_CA	0,4360	0,3918	0,9411	0,1442	0,1877
IND_CA	0,1932	0,2000	0,7800	0,0000	0,1889
PART_QUAL	0,7793	0,7770	0,9974	0,5144	0,1255
REMUN	0,9101	1,0000	1,0000	0,0000	0,2868
AUDITOR	0,7921	1,0000	1,0000	0,0000	0,4069
DIM_EMP	19,8405	19,6689	23,8499	15,0724	1,5761
ENDIV	0,4986	0,4826	2,5173	0,0012	0,3363
OPO_CRES	1,0063	1,0017	1,7526	0,4592	0,1717
IDADE	30,7528	24,0000	105,0000	3,0000	21,7488

ROA: rendibilidade do ativo (utilizando o RL no calculo); ROA_EBITDA: rendibilidade do ativo (utilizado o EBITDA no calculo); ROA_RO: rendibilidade do ativo (utilizando RO no calculo); Q_TOBIN: é dado pela divisão entre o valor de mercado dos capitais próprios mais a dívida pelo ativo total; DIM_CA: dimensão do conselho de administração; IND_CA: percentagem de membros independentes no conselho de administração; PART_QUAL: percentagem de participações qualificadas na empresa (concentração de propriedade); REMUN: variável *dummy*, assume valor 1 quando a remuneração depende do resultado da empresa, e valor 0 caso contrário; AUDITOR: variável *dummy*, assume valor 1 se auditada por uma *big4*, e valor 0 caso contrário; DIM_EMP: dimensão da empresa medida pelo logaritmo do ativo total; ENDIV: endividamento, dado pela divisão entre o total do passivo e o total do ativo; OPO_CRES: oportunidade de crescimento, dado pela divisão entre o ativo total do presente, pelo ativo total do ano anterior; IDADE: idade, medida pelo n.º de anos de vida da empresa desde a sua data de constituição.

Analisando a Tabela 5 podemos verificar que na generalidade a média e a mediana assumem valores semelhantes, o que indica que as distribuições são mais ou menos simétricas.

A variável ROA (rendibilidade do ativo) que representa os resultados gerados através do ativo, foi analisada em três alternativas de resultados: o resultado líquido, o EBITDA e o resultado operacional. Os valores médios andaram entre 2,47% (para o ROA medido pelo resultado líquido) até aos 4,25% (para o ROA medido pelo EBITDA), o que significa que em média as empresas geram resultados positivos por euro investido. Estes resultados são

semelhantes ao encontrado por Marques (2015), que obteve um valor médio de 4% na sua investigação sobre empresas portuguesas e espanholas entre 2010 e 2013, sendo que o calculo utilizado pelo autor corresponde ao que utiliza o resultado operacional.

Relativamente à variável que mede a rendibilidade dos capitais próprios (ROE) a média apurada é de 1,18% o que significa que, em média, as empresas apresentam uma reduzida capacidade de agregar valor utilizando os seus próprios recursos. O resultado obtido é inferior ao encontrado por Marques (2015) que obteve um valor médio de 2,67%, embora esta diferença possa ser justificada pelo facto de o período em análise ser diferente.

Analisando a tabela anterior, podemos constatar que a maioria das empresas apresenta um valor de mercado (Q de Tobin) superior a 1, valor semelhante ao encontrado por Pereira (2013) que analisou o mercado português entre 2007 e 2011. Podemos então concluir que, em média, as empresas da amostra estão a criar valor, uma vez que tendem a apostar em novos investimentos que tem custos que não excedem o investimento (Neves, 2005). Contudo, este indicador apresenta um elevado desvio padrão evidenciando grandes disparidades entre algumas empresas da amostra, o que se pode verificar observando os valores máximo e mínimo.

Em relação à dimensão do conselho de administração (DIM_CA) o valor médio encontrado é de 4 membros, ou seja, a generalidade dos conselhos de administração são de reduzida dimensão, embora existam empresas com conselhos de administração mais extensos. Este valor é menor que o encontrado por Pereira (2013) de 8 membros, porém, esta diferença justifica-se pelas alterações da CMVM no que respeita ao número de membros que compõem o conselho de administração.

Ainda em relação ao conselho de administração, em termos médios de 19%, são membros independentes. Este valor, é igual ao encontrado por Faria (2015), ao analisar as empresas portuguesas entre 2009 e 2013, contudo, não cumpre com a recomendação da CMVM que sugere que pelo menos 25% do conselho de administração seja composto por membros independentes.

No que respeita à variável das participações qualificadas (PART_QUAL) a média é de 77,93%, valor que se justifica pelo facto de as empresas em estudo adotarem o modelo monista, que se caracteriza por ter acionistas com elevadas participações de capital. Este valor é similar à média (76,91%) encontrado por Azevedo (2013) numa investigação realizada sobre as empresas portuguesas cotadas entre 2003 e 2011.

Podemos concluir que a generalidade das empresas utiliza um sistema de remuneração variável para os órgãos do conselho de administração, que depende dos resultados da empresa. Cunha (2005) já havia encontrado a mesma conclusão quando investigou as sociedades anónimas entre os anos de 2001 e 2003. Com este resultado, verificamos que em média as empresas cumprem com uma das recomendações mais importantes da CMVM: a remuneração dos membros dos órgãos de administração deve conter uma parte variável, de forma a permitir alinhar os interesses dos membros dos órgãos com os da sociedade.

Em relação à opção pela entidade de auditoria (AUDITOR), em média, quase 80% das empresas opta por uma das sociedades considerada *big4*, o que indica que na generalidade as empresas que compõem a amostra optam por empresas de auditoria com grande notoriedade e reputação, que garantem qualidade e confiabilidade da informação financeira. Este resultado vai de encontro ao apresentado por Marques (2015) num estudo realizado entre 2010 e 2013 às empresas cotadas em Portugal e Espanha, obtendo uma média de 84%.

Em termos médios, a dimensão das empresas (DIM_EMP) é de 19,84 valor superior ao encontrado por Faria (2015) que obteve uma média de 13,66, mas inferior ao encontrado por Marques (2015) que obteve um valor médio 21,63. Estas diferenças podem ser explicadas devido ao período da amostra ser diferente.

O endividamento (ENDIV) é em média de 50% o que significa que metade dos ativos são financiados por capitais alheios. Azevedo (2013) ao analisar empresa portuguesas cotadas em bolsa entre 2013 e 2011 obteve um valor médio de endividamento de 33% (aproximadamente), substancialmente mais baixo. Este aumento pode ser devido aos períodos de crise que se sentiram, principalmente com as medidas de austeridade impostas pela Troika em Portugal de 2011 a 2014.

Sobre o valor médio das oportunidades de crescimento (OPO_CRES) é possível verificar que os ativos têm vindo aumentar uma vez que o valor médio encontrado foi de 1. Pereira (2013) alcançou um valor bastante semelhante (1,078) numa investigação realizada a 40 empresas portuguesas cotadas na *Euronext* nos períodos entre 2017 e 2011.

Por fim, a idade média das empresas em estudo é de 29,98 anos, o que revela maturidade e confiança para com acionistas e investidores. É de realçar que a empresa mais velha já conta com 105 anos, enquanto a mais nova tem somente 3 anos.

5.4. Modelo

Para cumprir os objetivos propostos no presente trabalho foi definido e testado o seguinte modelo empírico:

$$\text{Performance}_{i,t} = \alpha_{i,t} + \beta_1 \times \text{DIM_CA}_{i,t} + \beta_2 \times \text{IND_CA}_{i,t} + \beta_3 \times \text{PART_QUAL}_{i,t} + \beta_4 \times \text{REMUN}_{i,t} + \beta_5 \times \text{AUDITOR}_{i,t} + \beta_6 \times \text{DIM_EMP}_{i,t} + \beta_7 \times \text{ENDIV}_{i,t} + \beta_8 \times \text{OPO_CRES}_{i,t} + \beta_9 \times \text{IDADE}_{i,t}$$

Sendo que:

Performance – é medida alternativamente por Tobin's Q, ROE e ROA

DIM_CA – Dimensão do Conselho de Administração

IND_CA – Percentagem de membros independentes do Conselho de Administração

PART_QUAL – Percentagem de participações qualificadas

REMUN – Variável *dummy* que assume o valor 1 se a remuneração dos membros executivos está vinculada aos resultados da empresa.

AUDITOR – Variável *dummy* que assume o valor 1 se o auditor é uma das big4

DIM_EMP – Dimensão da empresa

ENDIV – Endividamento

OPO_CRES – Oportunidades de crescimento

IDADE – Idade da empresa

i – Empresas incluídas na amostra

t – Anos analisados

Este modelo foi definido utilizando como base os estudos anteriormente referidos. Vai ser testado utilizando a metodologia de dados em painel e o método dos mínimos quadrados.

6. Resultados

6.1. Correlação

Primeiramente utilizamos a correlação de *Pearson* para ver se as variáveis se encontram correlacionadas ou não e se têm impacto significativo. Os resultados estão patentes na Tabela 6.

Analisando os resultados obtidos da correlação de *Pearson* podemos concluir que existe um nível de correlação elevado para as variáveis ROA, ROE e Q Tobin, o que era de esperar dado que estas são variáveis alternativas para medir a performance da empresa.

Os resultados obtidos demonstram que a variável independente de crescimento (OPO_CRES) apresenta uma correlação positiva significativa as variáveis de rendibilidade, nomeadamente as várias alternativas do ROA e o ROE, significando que à medida que o as oportunidades de crescimento aumentam, a rendibilidade do ativo também aumenta. Este resultado corresponde ao encontrado por Sandra (2014). Contudo, o impacto desta variável no Q Tobin é exatamente o contrário sugerindo que quanto mais oportunidades de crescimento mais podem ser as situações de oportunismo dos gestores, algo que é desvalorizado pelos investidores do mercado financeiro.

Relativamente à variável dependente ROA_EBITDA existe uma correlação com significância positiva com a variável independente que avalia o endividamento. Neste caso, a performance aumenta à medida que o endividamento aumenta, tal como sugerido por Jensen (1999). Também Pereira (2013) obteve uma relação positiva, embora pouco significativa. Já para a medida ROE o impacto da variável é negativo. Também Marques (2015) obteve uma relação negativa, embora pouco significativa, sugerindo que alto valor de endividamento pode levar à dificuldade de cumprimento de obrigações e aquisição de novos créditos, bem como a problemas de sustentabilidade, pelo que contribui de forma negativa para o desempenho da empresa.

Tabela 6 - Correlações das Variáveis

	ROA	ROA_EBITDA	ROA_RO	ROE	Q_TOBIN	DIM_CA	IND_CA	PART_QUAL	REMUN	AUDITOR	DIM_EMP	ENDIV	OPO_CRES	IDADE
ROA	1,0000													
ROA_EBITDA	0,9696***	1,0000												
ROA_RO	0,9868***	0,9928***	1,0000											
ROE	-0,2444***	-0,3179***	-0,3017***	1,0000										
Q_TOBIN	-0,1681**	-0,1267*	-0,1292*	-0,0558	1,0000									
DIM_CA	0,0689	0,0661	0,0659	0,2259	0,0593	1,0000								
IND_CA	-0,1031	-0,0666	-0,0644	0,0195	0,2689***	0,2961***	1,0000							
PART_QUAL	-0,0139	0,0333	0,0093	-0,1152	-0,2079***	-0,2043***	-0,2249***	1,0000						
REMUN	0,0692	0,0873	0,0741	0,0277	0,0742	0,2578***	0,0721	-0,3121***	1,0000					
AUDITOR	0,0733	0,0669	0,0686	0,0394	0,1335*	-0,1246*	0,0396	-0,0795	0,0326	1,0000				
DIM_EMP	0,0493	-0,0311	-0,0023	0,2252***	0,1036	0,3847***	0,1670**	-0,4946***	0,2728***	0,1976***	1,0000			
ENDIV	-0,0455	0,1278*	0,0455	-0,1559**	0,0198	0,0450	-0,0240	0,0649	0,0417	-0,1213	-0,1522**	1,0000		
OPO_CRES	0,1885***	0,1117	0,1419*	0,2246***	-0,2420***	0,0118	-0,1071	-0,0602	-0,0209	-0,0860	0,1122	-0,0822	1,0000	
IDADE	0,0941	0,1078	0,1044	-0,0112	-0,0768	-0,1459**	0,1432*	0,2167***	-0,0751	0,0669	-0,1139	-0,0718	-0,1458**	1,0000

Correlação das variáveis em estudo - ROA: rentabilidade do ativo (utilizando o RL no calculo); ROA_EBITDA: rentabilidade do ativo (utilizado o EBITDA no calculo); ROA_RO: rentabilidade do ativo (utilizando RO no calculo); Q_TOBIN: é dado pela divisão entre o valor de mercado dos capitais próprios mais a dívida pelo ativo total; DIM_CA: dimensão do conselho de administração; IND_CA: percentagem de membros independentes no conselho de administração; PART_QUAL: percentagem de participações qualificadas na empresa (concentração de propriedade); REMUN: variável *dummy*, assume valor 1 quando a remuneração depende do resultado da empresa, e valor 0 caso contrário; AUDITOR: variável *dummy*, assume valor 1 se auditada por uma *big4*, e valor 0 caso contrário; DIM_EMP: dimensão da empresa medida pelo logaritmo do ativo total; ENDIV: endividamento, dado pela divisão entre o total do passivo e o total do ativo; OPO_CRES: oportunidade de crescimento, dado pela divisão entre o ativo total do presente, pelo ativo total do ano anterior; IDADE: idade, medida pelo n.º de anos de vida da empresa desde a sua data de constituição.

*, **, ***, nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

A diferença aqui encontrada pode se justificar pelo facto do aumento do endividamento se traduzir em maior risco para os *shareholders* pelo que o impacto na rendibilidade é negativo, embora para a empresa como um todo possa ser um modo de incentivar o crescimento, o que se traduz no aumento dos investimentos e também dos resultados da empresa.

A dimensão da empresa também tem impacto positivo e significativo sobre o ROE o que corrobora com o resultado encontrado por Marques (2015). Quanto maior for a dimensão, maiores serão as competências e as capacidades de gestão da empresa, que consegue ainda ter um melhor acesso a mercados financeiros e mais facilidade em diversificar o negocio, obtendo uma maior capacidade de gerar valor a partir dos seus próprios recursos e do capital investido pelos acionistas, contribuindo para um aumento da performance.

Por fim, as variáveis independência do conselho administrativo e auditoria realizada por uma *big4* causam impacto positivo no Tobin Q, enquanto a percentagem de participações qualificadas tem impacto negativo, ou seja, a concentração de propriedade relaciona-se negativamente com a performance nomeadamente quando existe a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários, considerando que, normalmente, o acionista maioritário dispõe de mais informação por estar mais envolvido na gestão.

Em relação restantes variáveis do modelo, as correlações apresentam um nível de estatístico pouco significativo.

6.2. Análise Multivariada

Para testar o modelo proposto no tópico anterior foi utilizado o modelo de regressão linear múltipla. O objetivo é verificar o impacto do tipo de governo das sociedades na performance financeira das empresas, utilizando algumas variáveis de controlo. Num primeiro momento é analisada a amostra total, sendo que depois a amostra é dividida em dois subgrupos: empresas auditadas por uma das *big4* e empresas não auditadas por uma das *big4*. Os resultados obtidos para a amostra total são apresentados de seguida:

Tabela 7 - Determinantes do desempenho financeiro (amostra total)

	ROA	ROA_EBITDA	ROA_RO	ROE	Q_TOBIN
Constante	-0,1480	-0,0895	-0,0899	-1,0542*	9,8990
DIM_CA	0,1104*	0,1240	0,1177	0,5274***	-1,1073
IND_CA	-0,1191**	-0,0942	-0,0918	-0,1425	5,3211***
PART_QUAL	-0,0416	-0,0117	0,0334	-0,1392	-4,6120
REMUN	0,0284	0,0498	0,0383	-0,0809	0,0835
AUDITOR	0,0368	0,0496	0,0441	0,0510	0,9847
DIM_EMP	0,0038	-0,0101	-0,0084	0,0267	0,0232
ENDIV	-0,0087	0,0678*	0,0291	-0,1538*	0,2648
OPO_CRES	0,1700***	0,1484**	0,1611**	0,5102***	-5,6826***
IDADE	0,0011**	0,0012**	0,0012**	0,0013	-0,0242*
R ² ajustado	4,31%	4,02%	2,51%	9,62%	12,68%
Estatística F	1,8862*	1,8245*	1,5056	3,0921***	3,8548***

Regressão da performance financeira medida por - ROA: rendibilidade do ativo (utilizando o RL no calculo); ROA_EBITDA: rendibilidade do ativo (utilizado o EBITDA no calculo); ROA_RO: rendibilidade do ativo (utilizando RO no calculo); Q_TOBIN: é dado pela divisão entre o valor de mercado dos capitais próprios mais a dívida pelo ativo total; DIM_CA: dimensão do conselho de administração; IND_CA: percentagem de membros independentes no conselho de administração; PART_QUAL: percentagem de participações qualificadas na empresa (concentração de propriedade); REMUN: variável *dummy*, assume valor 1 quando a remuneração depende do resultado da empresa, e valor 0 caso contrário; AUDITOR: variável *dummy*, assume valor 1 se auditada por uma *big4*, e valor 0 caso contrário; DIM_EMP: dimensão da empresa medida pelo logaritmo do ativo total; ENDIV: endividamento, dado pela divisão entre o total do passivo e o total do ativo; OPO_CRES: oportunidade de crescimento, dado pela divisão entre o ativo total do presente, pelo ativo total do ano anterior; IDADE: idade, medida pelo n.º de anos de vida da empresa desde a sua data de constituição.

*, **, ***, nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Através da Tabela 7 podemos concluir que a variável Q de Tobin é a que é melhor explicada pelo modelo uma vez que tem um R² de 12,68%. Já o R² dos modelos que têm como variável dependente uma das variáveis de rendibilidade é ligeiramente mais baixo. Porém os modelos encontram-se bem especificados como se pode constatar pela estatística F.

A relevância estatística das variáveis explicativas depende essencialmente da variável dependente em causa. O Q de Tobin é explicado positivamente pela independência do

conselho de administração (IND_CA), e negativamente pelas oportunidades de crescimento (OPO_CRES) e a idade da empresa (IDADE). A relação positiva entre a variável independência do conselho de administração e a performance vai ao encontro dos resultados obtidos por Fama e Jensen (1993). Os autores justificam este comportamento pelo facto de um maior número de membros independentes proporcionar um melhor monitoramento da gestão e proteção dos interesses dos acionistas. Deste modo, rejeitamos a hipótese dois porque existe uma relação positiva entre o nível de independência e a performance financeira da empresa, contrariamente ao esperado.

Em relação às oportunidades de crescimento, quando estas aumentam a performance decresce, tal como tínhamos visto antes na matriz de correlação. Este resultado é consistente ao encontrado por Kang *et. al.* (2011) e por Vogt *et. al.* (2013), sugerindo que há medida que as oportunidades de crescimento aumentam, o oportunismo dos gestores também aumenta. Face a este evidencia devemos rejeitar a oitava hipótese.

Também a idade tem impacto negativo na variável Q de Tobin, contrariado a nona hipótese. São as empresas mais novas que conseguem melhor desempenho medido pela variável Q de Tobin. Este resultado está em concordância com o resultado obtido Black, Jang e Kim (2006) que explicaram que a idade afeta negativamente o desempenho financeiro das empresas porque empresas mais antigas estão mais perto do término do ciclo de vida.

Quanto às restantes variáveis não são estatisticamente significativas para explicar a variável Q de Tobin, pelo que as hipóteses um, três, quatro, cinco, seis e sete não são confirmadas.

Para as diferentes alternativas da variável ROA as oportunidades de crescimento e a idade apresentam um impacto positivo. O crescimento (OPO_CRES) tem uma influência positiva no desempenho financeiro da empresa, indo de encontro aos resultados já obtidos anteriormente na matriz da correlação. A hipótese 8 é então confirmada, sugerindo que o crescimento da empresa influencia positivamente o desempenho financeiro.

Tal como previsto na nona hipótese, podemos afirmar que a idade afeta de forma positiva a performance financeira das empresas, medida pelas variáveis alternativas ROA. Este resultado vai de encontro às conclusões de Evans (1987), que sugere que as empresas mais velhas por possuírem mais experiência e renome, obtêm mais vantagens e por isso melhor desempenho.

A variável ROA medida pelo resultado líquido a dividir pelo ativo total ainda é explicada positivamente pela dimensão do conselho de administração e negativamente pela independência do mesmo. A hipótese um é então rejeitada, dado que previa a relação contrária. Quando a dimensão do conselho de administração aumenta, a performance também aumenta, sugerindo que empresas que apresentam um número maior de membros no conselho de administração conseguem ter um melhor desempenho. Estes resultados vão de encontro ao encontrado por Rodrigues (2012).

Já a hipótese dois é validada. Também Agrawal e Knoeber (1996) e Yermack (1996) encontraram uma relação negativa entre o número de diretores independentes e o desempenho da empresa, argumentando que por vezes os diretores independentes são “falsos” independentes e podem estar diretamente relacionados com a empresa e a administração.

Já a variável ROA medida pelo resultado operacional a dividir pelo total do ativo é positivamente relacionada com a variável endividamento. O resultado obtido corrobora com as conclusões Jensen e Meckling (1976) e Cunha (2005) que concluíram que um elevado nível de endividamento incentiva uma gestão mais eficiente por parte dos gestores devido à existência de contratos com credores cujas cláusulas contratuais devem ser cumpridas. Neste sentido a hipótese 7 deve ser validada porque o endividamento tem impacto positivo na performance financeira da empresa.

Relativamente à variável ROE é positivamente explicada pela dimensão do conselho de administração e oportunidade de crescimento, tal como acontecia para as medidas de performance ROA e negativamente pelo endividamento. A hipótese um é rejeitada, enquanto as hipóteses 7 e 8 são validadas.

É de destacar que os resultados encontrados para as medidas de rendibilidade são distintos dos encontrados para o Q de Tobin, a saber: independência do conselho de administração, idade e oportunidades de crescimento. Isto pode ser justificado pelo facto do Q de Tobin ser uma medida baseada em informação do mercado de capitais, enquanto as variáveis de rendibilidade são baseadas na contabilidade.

Ainda se verifica um impacto distinto no endividamento que explica positivamente a rendibilidade do ativo medida pelo EBITDA e negativamente a rendibilidade dos capitais próprios. Isto pode ser justificado pelo facto de serem duas perspetivas também diferentes: a dos sócios e a da empresa como um todo. Se para a empresa como um todo o recurso ao

endividamento permite aumentar o ativo e gerar mais resultados, para os sócios incrementa o risco e diminui a autonomia financeira, o que não é tão favorável.

Na Tabela 8 são resumidos os principais resultados obtidos com relação à significância estatística e às hipóteses anteriormente definidas.

Tabela 8 - Resumo dos resultados com relação à significância estatística dos coeficientes

Hipótese	Formulação de hipótese	Relação esperada	Relação obtida				
			Q de Tobin	ROA_ RL	ROA_ RO	ROA_ EBITDA	ROE
H1	A dimensão do conselho influencia negativamente a performance financeira da empresa.	-		+			+
H2	Existe uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e a performance financeira da empresa.	-	+	-			
H3	A concentração de propriedade tem influência positiva na performance financeira.	+					
H4	A remuneração influencia positivamente a performance financeira.	+					
H5	Empresas auditadas por uma big4 têm maior performance financeira.	+					
H6	A dimensão da empresa tem impacto positivo no desempenho financeiro da empresa.	+					
H7	O endividamento tem impacto positivo na performance financeira da empresa.	+				+	-
H8	O crescimento da empresa influencia positivamente o desempenho financeiro da empresa.	+	-	+	+		+
H9	A idade influencia positivamente a performance financeira das empresas.	+	-	+	+	+	

Sendo a variável big4 uma variável dummy, resolvemos dividir a amostra total em duas subamostras: empresas auditadas por uma das *big4* e empresas não auditadas por uma das *big4*. Os resultados estão patentes na tabela seguinte:

Tabela 9 - Determinantes do desempenho financeiro (subgrupo)

	Auditor = 1					Auditor = 0				
	ROA	ROA_EBITDA	ROA_RO	ROE	Q_TOBIN	ROA	ROA_EBITDA	ROA_RO	ROE	Q_TOBIN
Constante	-0,0547	0,0053	0,0238	-0,9509	14,6141*	-0,2924	-0,4243	-0,4895	-0,8116	-2,9527*
DIM_CA	0,1140	0,1440	0,1291	0,5933**	-0,7291	0,0263	-0,0923	-0,0733	0,5736	0,1192
IND_CA	-0,1225	-0,0931	-0,0936	-0,1541	5,8040***	0,1550	0,1493	0,2035	-0,1282	2,8575***
PART_QUAL	-0,0530	-0,0077	-0,0403	-0,2187	-5,4484	0,0171	-0,0166	-0,0163	0,1676	-0,2141
REMUN	0,0274	0,0440	0,0374	-0,0670	0,5712	-0,0569	0,0242	-0,0191	-0,1873	-1,1584***
DIM_EMP	-0,0059	-0,0123	-0,0113	0,0253	-0,1098	0,0088	0,0159	0,0190	0,0066	0,2293***
ENDIV	-0,0099	0,0691	0,0272	-0,1569	0,2323	-0,0696	0,0316	-0,0096	-0,2017	0,0038
OPO_CRES	0,1622**	0,1345	0,1468*	0,5096**	-6,7653***	0,1754** *	0,1205*	0,1611**	0,5746**	0,1869
IDADE	0,0012**	0,0014**	0,0013**	0,0013	-0,0251	-0,0006	0,0002	0,0002	-0,0012	-0,0096
R ² ajustado	2,42%	3,14%	1,22%	7,08%	12,65%	22,58%	14,09%	14,05%	28,78%	72,75%
Estatística F	1,4331	1,5668	1,2155	2,333**	3,5335***	2,3124**	1,7378	1,7354	2,8184**	13,0118***

Regressão da performance financeira medida por - ROA: rendibilidade do ativo (utilizando o RL no calculo); ROA_EBITDA: rendibilidade do ativo (utilizado o EBITDA no calculo); ROA_RO: rendibilidade do ativo (utilizando RO no calculo); Q_TOBIN: é dado pela divisão entre o valor de mercado dos capitais próprios mais a dívida pelo ativo total; DIM_CA: dimensão do conselho de administração; IND_CA: percentagem de membros independentes no conselho de administração; PART_QUAL: percentagem de participações qualificadas na empresa (concentração de propriedade); REMUN: variável *dummy*, assume valor 1 quando a remuneração depende do resultado da empresa, e valor 0 caso contrário; AUDITOR: variável *dummy*, assume valor 1 se auditada por uma *big4*, e valor 0 caso contrário; DIM_EMP: dimensão da empresa medida pelo logaritmo do ativo total; ENDIV: endividamento, dado pela divisão entre o total do passivo e o total do ativo; OPO_CRES: oportunidade de crescimento, dado pela divisão entre o ativo total do presente, pelo ativo total do ano anterior; IDADE: idade, medida, medida pelo n.º de anos de vida da empresa desde a sua data de constituição.

*, **, ***, nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

Através da análise estatística percebemos que 79% das empresas da amostra optam por ser auditadas por uma das quatro maiores empresas internacionais de auditoria e consultoria.

Tal como no modelo anterior podemos concluir que a variável dependente que melhor explica a análise por subgrupos é o Q de Tobin, uma vez que obtivemos um R^2 ajustado (medida que permite avaliar o poder explicativo do modelo) de 12,65%, quando é auditado por uma *big4* e de 72,75%, quando não é auditado por uma das *big4*. Porém nem sempre os modelos estão bem especificados, talvez pelo número de observações em cada subamostra.

Os resultados encontrados anteriormente são genericamente validados nesta segunda análise com algumas exceções que iremos abordar de seguida. A remuneração dos gestores apresenta um sinal negativo para explicar o Q de Tobin quando a empresa não é auditada por uma *big4*, embora seja irrelevante quando a empresa é auditada por uma *big4*. Isto sugere que independentemente da existência de uma *big4*, a remuneração dos gestores tem influência negativa na performance. A dimensão da empresa também ganha significância estatística para explicar o Q de Tobin quando a empresa é auditada por uma *big4*, validando a hipótese 6. Isto sugere que a dimensão da empresa tem impacto positivo no desempenho financeiro da empresa.

Em relação à dimensão do conselho de administração (DIM_CA) tem uma relação positiva com a performance quando é auditada por um das *big4*, mas que desaparece quase em sentido contrário, quando a performance é validada pelo ROE. O endividamento deixa de ter significância estatística quando a amostra é dividida em duas.

Por fim, as diferentes variáveis ROA apenas são explicadas positivamente pelas oportunidades de crescimento e, quando a empresa é auditada por uma *big4* a idade tem também impacto positivo, tal como o previsto na hipótese nove. O resultado sugere então que a idade influencia positivamente a performance financeira das empresas.

Em modo de conclusão podemos afirmar que a empresa de auditoria causa impacto nos resultados embora não diretamente, como vimos na análise da amostra total. Porém, quando dividimos a amostra em dois verificamos que o impacto das diferentes variáveis altera, indiciando que a performance é melhorada devido a fatores distintos quando a empresa é auditada por uma *big4* ou não.

7. Conclusão

Os escândalos financeiros e a crise financeira de 2007/2008 instalada um pouco por todo o mundo criaram a necessidade de estudar em que medida os sistemas de governo das sociedades estavam a agir de forma eficiente e eficaz na monitorização dos resultados. Neste sentido, tem surgido um maior interesse sobre a problemática do governo das sociedades e o seu impacto na performance das empresas.

O presente estudo teve como objetivo analisar o impacto de algumas características do governo das sociedades na performance das empresas cotadas de Portugal. Considerou-se uma amostra de 37 empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa com dados relativos ao período de 2012 a 2016.

Os resultados obtidos dependem da variável de performance utilizada. Apenas as variáveis dimensão e independência do conselho de administração, que avaliam as práticas de governo de sociedade, têm impacto na performance das empresas. Um elevado número de membros no conselho de administração tem um impacto positivo nas medidas de performance ROA e ROE. Isto sugere que quanto mais os membros no conselho de administração, mais ideias podem surgir no que concerne ao desenvolvimento do negócio, causando impacto positivo na performance.

No que diz respeito à variável independência encontramos um impacto negativo significativo em relação à variável de performance ROA, sugerindo que estes membros podem estar a beneficiar de gastos para a empresa, o que contribui negativamente para os resultados. No entanto, tem impacto positivo na variável de performance Q de Tobin. Isto sugere que este comportamento os membros independentes proporcionar um melhor monitoramento da gestão e proteção dos interesses dos acionistas, principalmente os minoritários, pelos que os investidores têm este aspeto em consideração quando avaliam a empresa.

Em relação às variáveis de controlo apenas as oportunidades de crescimento, o endividamento e a idade têm impacto na performance, sendo o impacto distinto conforme a variável de performance utilizada. As oportunidades de crescimento causam impacto negativo no Q de Tobin sugerindo que quanto mais oportunidades de crescimento mais podem ser as situações de oportunismo dos gestores o que é desvalorizado pelos investidores do mercado financeiro. No entanto nas outras variáveis de performance obteve-se uma

relação positiva, justificada pelo facto de serem variáveis baseadas na informação contabilística e mais oportunidades de crescimento contribui para o acréscimo do volume de negócio, logo para o aumento dos resultados obtidos.

A idade também tem influência estatística significativa com a performance financeira das empresas portuguesas cotadas. Na variável de performance Q de Tobin obteve uma relação negativa, pois as empresas mais velhas estão numa fase de maturidade, enquanto na variável ROA obteve uma relação positiva, pelo facto destas empresas beneficiarem da experiência já obtida.

Quando separamos a amostra em duas subamostras, empresas auditadas por uma *big4* ou não, verificamos que a relevância dos determinantes para explicar a performance também é distinta, sugerindo que, embora indiretamente, a performance das empresas destes dois subgrupos é atingida de modo distinto.

Em síntese podemos concluir que do ponto de vista interna, perspetiva contabilística as boas práticas de governo nem sempre causam impacto positivo na performance, mas estas são valorizadas na perspetiva dos investidores financeiros. Com isto cumprimos os objetivos a que nos propusemos.

Porém, o estudo apresenta algumas limitações. Uma das limitações, é a amostra considerada que é de reduzida dimensão, o que pode enviesar as conclusões. A utilização de uma de maior dimensão proporciona uma melhor qualidade e confiança nos resultados. Assim sugerimos que para futuro sejam analisados outros países de maior dimensão. Outra limitação é o horizonte temporal que é limitado a cinco anos e que coincidiu com alterações ao nível de recomendações de práticas de governo de sociedades e também ao pós crise financeira. Para o futuro seria relevante estender o período analisado para corroborar os resultados. Finalmente, foram selecionadas algumas variáveis quer de governo de sociedades quer de controlo, mas poderiam ter sido utilizadas outras, tendo chegado a conclusões que poderiam ser distintas.

Bibliografia

- Agrawal, A., & Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397.
- Agrawal, A., & Mandelker, G. N. (1990). Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(2), 143.
- Alves, C., & Mendes, V. (2001). “As Recomendações da CMVM Relativas ao Corporate Governance e a Performance das Sociedades.” *Cadernos Do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº 12, pp.57-88.
- Anderson, R., Mansi, S., & Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342.
- Anderson, R., & Reeb, D. (2003). *Founding-Family Ownership, Corporate Diversification, and Firm Leverage. The Journal of Law and Economics*.
- Ashcroft, J. (2009). Defined-Contribution (DC) Arrangements in Anglo-Saxon Countries.
- Azevedo, N. M. P. de. (2013). *Sistemas de Governação das Sociedades e Gestão de Resultados: O Caso Português*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais da Universidade Técnica de Lisboa.
- Babić, V., & Nikolić, J. (2016). Key Factors of Corporate Governance Model Development in Transition Economies., University of Kragujevac, Faculty of Economics, Kragujevac, p747-761.
- Barber, B., & Lyon, J. (1996). Phanwil Economics Detecting abnormal operating performance: The empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics*, 41, 359–399.
- Batista, C. D. B. (2009). *As Variáveis Determinantes Na Escolha Do Modelo De Corporate Governance Em Portugal*. Dissertação de Mestrado em Finanças da Faculdade de Economia Universidade do Porto.
- Bauer, R., Guenster, N., & Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset*

Management, 5(2), 91–104.

- Baysinger, B., Kosnik, R., & Turk, T. (1991). Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy. *The Academy of Management Journal*, 34(1), 205–214.
- Beasley, M. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 71(4), 443–465.
- Becht, M., & Mayer, C. (2001). *The control of corporate Europe* (Oxford Uni). Oxford.
- Bennedsen, M., Christian Kongsted, H., Meisner Nielsen, K., & Morten Bennedsen, by. (2004). Board Size Effects in Closely Held Corporations. Institute of Economics University of Copenhagen.
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance* (Vol. 10).
- Bhagat, S., & Black, B., (2000). *Board Independence And Long-Term Firm Performance*.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The Non-Correlation Between Board Indpendence and Long-Term Firm Performance. *Journal of Corporation Law*.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2013). Director ownership, governance, and performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1), 105–135.
- Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*.
- Bozcuk, A. E. (2011). Performance Effects of Outside Directors on Corporate Boards. *International Journal of Business and Social Science*, 2(20), 2007–2011. r
- Cadbury, A. (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance. *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, UK*, 90.
- Campos, L. B. V. (2015). Influência das caraterísticas dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal. Dissertação do Mestrado em Contabilidade e Finanças do Instituto Politécnico de Bragança.
- Chelliah, S., Sulaiman, M., & Yusoff, Y. (2010). Internationalization and Performance : Small and Medium Enterprises (SMEs) in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 5(6), 27–38.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial*

Management, 23(3), 70.

- CMVM. (2007). CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES, 3. Retrieved from http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Recomendacoes/Documents/f6bac7142a7447fa89b0e8f3d91bea0bCodigoGS15022008_2_.pdf
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405.
- Costa, S. (2014). Impacto da Crise na Performance Económico-Financeira das Empresas. Dissertação do Mestrado em Contabilidade e Finanças da Escola Superior de Ciências Empresarias do Instituto Politécnico de Setúbal.
- Cunha, V. (2005). O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas. Dissertação do Mestrado em Contabilidade e Administração da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho.
- Cunha, V., & Martins, A. (2007). O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, 4, 67–92.
- Denis, D., & Mcconnell, J. J. (2001). Purdue e-Pubs International Corporate Governance International Corporate Governance International Corporate Governance. Retrieved
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms. *Journal of Financial Economics*, 48(1), 35–54.
- Esperança, J. P., Sousa, A., Pereira, I., & Soares, E. (2011). Corporate governance no espaço lusofono. Texto Editores.
- Evan, W. M. (1993). *Organization Theory: Research and Design* (Macmillan). York, New.
- Evans, David S., (1987). “The Relationship Between Firm Growth, Size, and Age: Estimates for 100 Manufacturing Industries”, *The Journal of Industrial Economics*, 35(4), The Empirical Renaissance in Industrial Economics (Jun., 1987), 567-581.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law & Economic*, XXVI(June 1983), 327–349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Faria, I. (2015). *Governo Das Sociedades – Transparência Ou Marketing ?* Dissertação do Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra.

- Franceschini, F., & Galetto, M. (2007). *Management by measurement: Designing key indicators and performance measurement systems* (Springer V). Heidelberg/ Berlim. f
- Franks, J., & Mayer, C. (1996). Hostile takeovers and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, 40, 163–181.
- Hu, H. W., Tam, O. K., & Tan, G.-S. M. (2009). Internal governance mechanisms and firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Management*, 27, 727–749.
- IPCG. (2011). *Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas. Cadernos do IPCG sobre Corporate Governance* (Vol. 1º Fascículo).
- IPCG. (2012). CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES. Retrieved September 4, 2018, from https://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_2012
- IPCG. (2016). Código do Governo das Sociedades 2016. Retrieved from https://www.cgov.pt/ficheiros/Codigo_maio_2016_versao_para_consulta_VF.pdf
- IPCG. (2018). Código de Governo das Sociedades, 1–38. Retrieved from <https://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo-pt-2018-ebook.pdf>
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies.
- Jensen, M. C. (1986). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review* (Vol. 76).
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, M. C. (1999). *Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. SSRN* (Vol. 76).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jones, I., & Pollitt, M. (2003). Understanding How Issues In Corporate Governance Develop: Cadbury Report To Higgs Review. Retrieved from www.cbr.cam.ac.uk
- Kang, S. A., & Kim, Y.-S. (2011). Does Earnings Management Amplify The Association Between Corporate Governance And Firm Performance?: Evidence From Korea.

International Business & Economics Research Journal, 10(2), 53–66.

- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728.
- Kotane, I., & Kuzmina-Merlino, I. (2012). Assessment Of Financial Indicators For Evaluation Of Business Performance. *European Integration Studies*, 216–224.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33.
- Lawless, M., O’Connell, B., & O’Toole, C. (2015). SME recovery following a financial crisis: Does debt overhang matter? *Journal of Financial Stability*, 19, 45–59.
- Leal, M., & Camuri, W. (2008). A Governança Corporativa e os modelos mundialmente praticados. *Revista de Ciências Gerenciais*, 12(15), 59–74.
- Lebas, M., & Euske, K. (2002). *Business Performance Measurement – Unifying Theory and Integrating Practice*. (C. U. Press, Ed.) (2^aEd).
- Lindenberg, E. B., & Ross, S. A. (1981). Tobin’s q Ratio and Industrial Organization. *The Journal of Business*, 54(1),
- Lisboa, I. (2018). Corporate governance issues in family and non-family firms: Evidence from Portugal. *Egitania Scientia*, *Forthcoming*.
- Lisboa, I., Guilherme, M., & Teixeira, N. (2017). *Corporate Governance: New Challenges And Opportunities: A Book The Portuguese Case*.
- Maher, M., & Andersson, T. (2000). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. *Ssm*, (February), 1–41.
- Marques, P. J. (2015). O Impacto do Governo das Sociedades na Performance das Sociedades Cotadas de Portugal e Espanha. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças do Instituto Politécnico de Santarém.
- Miralles-Marcelo, J. L., Miralles-Quirós, M. del M., & Lisboa, I. (2013). The stock performance of family firms in the Portuguese market. *Applied Financial Economics*, 23(22), 1721–1732.
- Miralles-Marcelo, J. L., Miralles-Quirós, M. del M., & Lisboa, I. (2014). The impact of family control on firm performance: Evidence from Portugal and Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 5(2), 156–168.

- Neely, A., Mills, J., Platts, K., Gregory, M., & Richards, H. (1996). Performance measurement system design: Should process based approaches be adopted? *International Journal of Production Economics*, 46–47, 423–431.
- Neves, J. C. das. (2011). *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa* (2ª Edição). Lisboa.
- Neves, J. C. (2007). *Análise Financeira - Técnicas Fundamentais*. (T. Editores, Ed.) (1ª Edição).
- OCDE. (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. *Ocde*, 1–70.
- Offenberg, D., & Offenberg, D. (2009). Firm size and the effectiveness of the market for
- OzkAn, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(February 2000), 175–198.
- Paixão, P. (2013). A Influência da Propriedade Familiar sobre o Desempenho Financeiro das Empresas na Região de Lisboa e Vale do Tejo. Dissertação de Mestrado em Finanças da Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal.
- Parmenter, D. (2010). *Key performance indicators : developing, implementing, and using winning KPIs*. (Wiley, Ed.).
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1999). Economic and systemic explanations of ownership concentration among Europe's largest companies. *International Journal of the Economics of Business*, 6(3), 367–391.
- Pereira, J. M. (2013). O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa. Dissertação de Mestrado em Gestão Financeira do Instituto Superior de Gestão.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data, *L(5)*, 1421–1460.
- Ribeiro, N. (2014). A Relação Entre o Governo Das Sociedades e a Responsabilidade Social: Estudo de Caso das Empresas Cotadas No Psi20. Dissertação de Mestrado em Auditoria do Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto.
- Rodrigues, E. (2012). Corporate Governance: A Relação entre as características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas na Euronext Lisbon. Dissertação de

Mestrado em Contabilidade Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade Técnica de Lisboa.

Rodrigues, J. (2009). *Corporate Governance Retomar a Confiança Perdida*. (E. Editora, Ed.). Lisboa.

Rodrigues, S. (2014). *A remuneração dos gestores do corporate Governance*. Viseu: Instituto Politecnico de Viseu.

Rowe, K., & Lievesley, D. (2002). Constructing and Using Educational Performance Indicators. *Student Learning Processes*, 26.

Salim, M., & Yadav, R. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156–166.

Santos, J. A. N. dos. (2009). “ Corporate governance”: desenvolvimentos recentes ea realidade portuguesa. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças Empresariais da Universidade Aberta de Aveiro.

Sardinha, A. I. C. (2014). Os determinantes da adopção dos modelos de Corporate Governance nas empresas do mercado bolsista da Península Ibérica. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças do Instituto Politécnico de Bragança.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461–488.

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

Silva, et. al. (2008). Livro Branco Sobre Corporate Governance Em Portugal.

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.

Silveira, A. D. M. da. (2002). Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil. *Universidade de São Paulo*, 152.

Singla, C., & George, R. (2013). Internationalization and performance: A contextual analysis of Indian firms. *Journal of Business Research*, 66(12), 2500–2506.

Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco* The corporate

sustainability index (CSI) and the impacts on indebtedness and risk perception, 22(55), 29–44.

Tornovsky, M., & Pagano, L. (2016). Conflitos entre acionistas e credores.

Van Veen-Dirks, P., & Wijn, M. (2002). Strategic Control: Meshing Critical Success Factors with the Balanced Scorecard. *Long Range Planning*, 35, 407–427. Retrieved from www.lrpjournal.com

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417.

Villalonga, B., Amit, R. ("Raffi") H., Trujillo, M.-A., & Guzmán, A. (2014). Governance of Family Firms Belén Villalonga, 1–43.

Visscher, A. J. (2001). Public School Performance Indicators: Problems and Recommendations. *Studies in Educational Evaluation*, 27, 199–214.

Vogt, M., Degenhart, L., Kaveski, I. D. S., & Fank, O. L. (2013). *Análise dos Fatores que Determinam o Desempenho das Empresas Familiares Brasileiras de Capital Aberto Listadas na BM&FBovespa Pertencentes ao Setor de Consumo Cíclico*.

Williamson, O. (2002). The theory of the firm as governance structure: from choice to contract. *Journal of Economic Perspectives*, 16(3), 171–195.

Williamson, O. E. (1994). Les institutions de l'économie.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation for firms with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(1994), 185–211.