



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

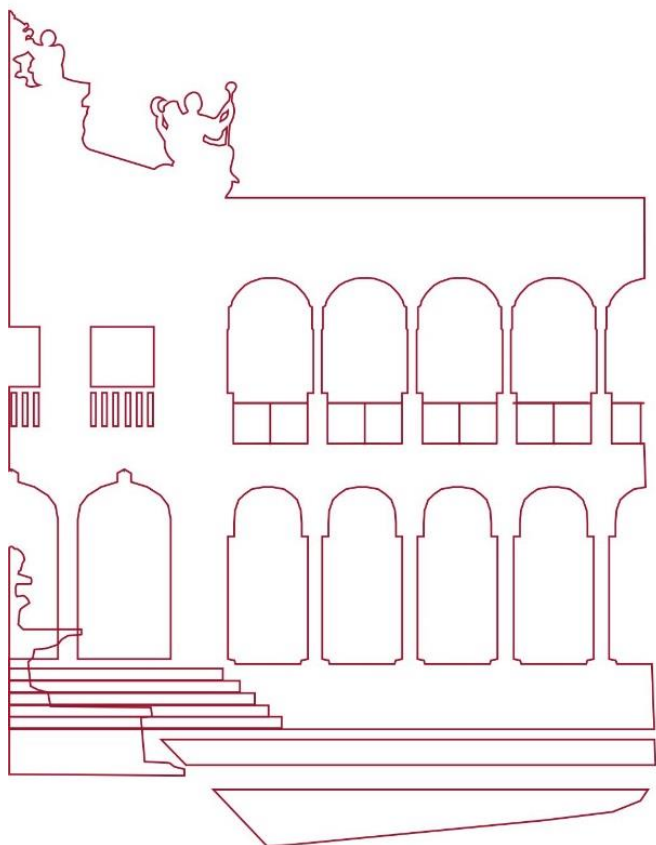
MECANISMOS DE GOVERNAÇÃO, DESEMPENHO E RISCO DE EMPRESAS COTADAS

Ricardo Marino Francisco Rodrigues

Orientadores: Prof. Doutor Joaquim Ramalho
Prof. Doutor J. Augusto Felício

Tese apresentada à Universidade de Évora para obtenção do
Grau de Doutor em Gestão

Évora, 2018



INSTITUTO DE INVESTIGAÇÃO E FORMAÇÃO
AVANÇADA



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

Agradecimentos

A concretização do trabalho de investigação, embora seja essencialmente um esforço individual, só é possível com o apoio, incentivo e aconselhamento de múltiplas pessoas. Neste particular assumem natural protagonismo os orientadores, Prof. Doutor Joaquim Ramalho e, muito especialmente e por inúmeras razões, Prof. Doutor J. Augusto Felício, bem como os professores do Programa de Doutoramento em Gestão da Universidade de Évora, em especial a Prof.^a Doutora Andreia Dionísio e o Prof. Doutor Luís Coelho, pelo permanente incentivo para a conclusão do trabalho e pela dinamização dos *Doctoral Consortiums* e outras iniciativas de grande relevo. Também reconheço o estímulo dado pelo Prof. Doutor Hugh Grove, professor na Universidade de Denver, pelo encorajamento para prosseguir a investigação no âmbito da governação das sociedades.

Agradeço também ao CEFAGE os recursos disponibilizados, nomeadamente em termos de bases de dados e *software*, bem como pela organização do *Doctoral Consortium* e conferências em que foi possível receber contributos acerca do trabalho e acompanhar a evolução dos trabalhos desenvolvidos por outros colegas. Numa fase final do trabalho foram muito relevantes as sugestões proporcionadas pelo júri, por intermédio da Prof.^a Doutora Ana Paula Serra e do Prof. Doutor Pedro Verga Matos (que também já havia contribuído de forma significativa no quadro do *Doctoral Consortium*), que permitiram melhorar vários aspetos formais e científicos.

Ao CEGE – Centro de Estudos de Gestão agradeço o apoio e facilidades concedidas no sentido de conseguir compatibilizar com a minha atividade profissional. Um agradecimento especial ao Presidente do CEGE e às colegas de trabalho, especialmente a Dra. Inês Velez.

À família e aos amigos, o respeito e especial agradecimento pela compreensão devotada em face da indisponibilidade de tempo e atenção.

Muito obrigado a todos!

Mecanismos de governação, desempenho e risco de empresas cotadas

Resumo

O presente trabalho de investigação centra-se na influência dos mecanismos de governação de empresas europeias cotadas em bolsa no desempenho e risco empresariais. Suporta-se na teoria de agência, teoria de *stewardship*, teoria da dependência de recursos e perspectiva baseada em recursos. Dispõe de um conjunto alargado de variáveis de governação e medidas alternativas de desempenho e risco empresariais. O período de análise, entre 2002 e 2013, abarca a recente crise financeira internacional. Utilizou-se metodologia apropriada para dados em painel para analisar a amostra de empresas. Os resultados obtidos evidenciam a importância dos mecanismos de governação para a compreensão dos níveis de desempenho e de risco empresariais.

Palavras-chave: Governação das Sociedades; Desempenho; Risco; Empresas Cotadas; Teoria de Agência.

Governance mechanisms, performance and risk of listed companies

Abstract

The present research is focused on the influence of the listed companies' corporate governance mechanisms on the corporate performance and risk. The research is supported on agency theory, stewardship theory, resource dependency theory, and resource-based view. The research considers a broad set of governance variables and alternative measures of corporate performance and risk. The analysis period, between 2002 and 2013, covers the recent international financial crisis. A specific panel data methodology was used to analyse the sample of companies. The results highlight the importance of governance mechanisms to understand the levels of corporate performance and risk.

Keywords: Corporate Governance; Performance; Risk; Listed Companies; Agency Theory.

Siglas e Abreviaturas

2SLS – método dos mínimos quadrados a dois passos (*two-stage least squares*)
AT – Áustria
AUTMB – setor da indústria automóvel
BE – Bélgica
BRESR – setor dos recursos básicos
CEO – presidente da comissão executiva ou equivalente (*chief executive officer*)
CFO – administrador executivo com responsabilidade sobre a área financeira ou equivalente (*chief financial officer*)
CH – Suíça
CHMCL – setor da indústria química
CNSTM – setor da construção e materiais
CZ – República Checa
DE – Alemanha
DK – Dinamarca
ES – Espanha
ESG – ambiental, social e governação (*environmental, social and governance*)
EUA – Estados Unidos da América
FDBEV – setor da alimentação e bebidas
FE – efeitos fixos (*fixed effects*)
FI – Finlândia
FINSV – setor dos serviços financeiros (não inclui bancos e seguradoras)
FR – França
GB – Grã-Bretanha
GMM – método dos momentos generalizados (*generalized method of moments*)
GR – Grécia
HLTHC – setor dos cuidados de saúde
HU – Hungria
IE – Irlanda
INDGS – setor dos bens e serviços industriais
ISIN – número internacional de identificação de valores mobiliários (*international securities identification number*)
IT – Itália
MEDIA – setor da comunicação social
NL – Holanda
NO – Noruega
OECD – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)
OILGS – setor do petróleo e gás
PCA – presidente do conselho de administração
PERHH – setor dos bens pessoais e domésticos
PL – Polónia
PT – Portugal
RE – efeitos aleatórios (*random effects*)
RLEST – setor do imobiliário
ROA – rendibilidade do ativo (*return on assets*)

ROE – rendibilidade do capital próprio (*return on equity*)

ROS – rendibilidade das vendas (*return on sales*)

RTAIL – setor do retalho

SE – Suécia

SIC – classificação padronizada dos setores/indústrias (*standard industry classification*)

TECNO – setor da tecnologia

TELCM – setor das telecomunicações

TR – Turquia

TRLES – setor das viagens e lazer

UNCLS – setor não classificado (*unclassified*)

UO – proprietário final (*ultimate owner*)

UQEQS – setor não identificado

UTILS – setor dos serviços públicos (*utilities*)

Índice Geral

Resumo.....	4
Abstract	4
Siglas e Abreviaturas.....	5
Lista de Figuras	11
Lista de Quadros	12
Capítulo 1 – Introdução.....	14
1.1- Enquadramento e fundamentação	14
1.2- Escolha do tema, questões e conceitos.....	16
1.3- Teorias de suporte à investigação	17
1.4- Lacunas da investigação	18
1.5- Propósito e objetivos do estudo	19
1.6- Metodologia de investigação	19
1.7- Resultados e contribuições para a literatura e prática	20
1.8- Organização do trabalho de investigação.....	21
Capítulo 2 – Revisão da Literatura.....	23
2.1- Governação das sociedades.....	23
2.2- Teorias de suporte	26
2.2.1- Teoria de agência	27
2.2.2- Teoria de <i>stewardship</i>	31
2.2.3- Recursos organizacionais.....	34
2.2.3.1- Teoria da dependência de recursos	35
2.2.3.2- Perspetiva baseada em recursos	37
2.2.4- Outras teorias	40
2.3- Mecanismos de governação	42
2.3.1- Conselho de administração	46
2.3.2- Comissão executiva	51
2.3.3- Presidente da comissão executiva.....	53
2.3.4- Anti-aquisição	54
2.3.5- Perfil acionista	55
2.4- Desempenho empresarial.....	56
2.5- Risco empresarial.....	59

2.6- Dimensão, setor de atividade e contexto.....	60
2.6.1- Dimensão	61
2.6.2- Setor de atividade.....	62
2.6.3- Contexto.....	64
2.6.3.1- Contexto institucional	64
2.6.3.2- Contexto económico	66
Capítulo 3 – Modelo de Investigação, Hipóteses de Trabalho e Variáveis.....	67
3.1- Introdução	67
3.2- Modelo de investigação e hipóteses de trabalho	67
3.3- Variáveis do modelo	68
3.3.1- Variáveis independentes	69
3.3.1.1- Conselho de administração	70
a) Dimensão do conselho de administração	71
b) Independência do conselho de administração	72
c) Diversidade do conselho de administração	74
d) Número de reuniões do conselho de administração.....	76
e) Comissões do conselho de administração	76
f) Relações externas do conselho de administração	78
3.3.1.2- Comissão executiva	78
a) Dimensão da comissão executiva.....	79
b) Percentagem de ações detidas pela comissão executiva	79
c) Percentagem de remuneração variável da comissão executiva	80
3.3.1.3- Presidente da comissão executiva	82
a) Antiguidade do presidente da comissão executiva.....	83
b) Percentagem de ações detidas pelo presidente da comissão executiva.....	83
c) Percentagem variável da remuneração do presidente da comissão executiva.....	84
d) Dualidade	84
3.3.1.4- Anti-aquisição.....	86
a) Mandatos distintos no conselho de administração	86
b) Exigência de maioria para aceitar a aquisição (takeover).....	87
c) Desigualdade nos direitos de voto.....	87
d) Poison pill	87
3.3.1.5- Perfil acionista	88

a) Concentração acionista.....	89
b) Identidade acionista	90
3.3.2- Variáveis de interesse	91
3.3.2.1- Desempenho.....	92
a) Rendibilidade do capital próprio	93
b) Rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico	94
c) Rendibilidade do ativo	94
d) Rácio q de Tobin.....	94
3.3.2.2- Risco	95
3.3.3- Variáveis de controlo	98
3.3.3.1- Dimensão das empresas	99
3.3.3.2- Setor de atividade.....	101
3.3.3.3- Contexto.....	102
3.4- Modelo de investigação (detalhado)	103
Capítulo 4 – Métodos de Investigação	104
4.1- Introdução	104
4.2- Seleção da amostra.....	105
4.3- Recolha dos dados e preparação da base de dados	106
4.3.1- Datastream e Asset 4.....	106
4.3.2- Amadeus	107
4.3.3- Preparação da base de dados	107
4.4- Caracterização genérica da amostra	108
4.4.1- Dimensão da amostra por ano, país e setor de atividade.....	108
4.4.2- Estatísticas descritivas, testes de normalidade e estudo dos valores ausentes	109
4.4.3- Valores ausentes.....	115
4.4.4- Constituição da amostra face ao universo de empresas	121
4.5- Endogeneidade.....	124
4.6- Metodologia estatística	126
4.6.1- Enquadramento	126
4.6.2- Metodologia para análise de dados em painel.....	127
4.6.3- Seleção do modelo de análise e dos estimadores	129
4.6.4- Especificações alternativas	131
Capítulo 5 – Resultados Estatísticos	134

5.1- Descrição dos dados em painel	134
5.2- Resultados da análise de dados em painel	137
5.2.1- Desempenho.....	137
5.2.1.1- Rendibilidade do capital próprio.....	137
5.2.1.2- Rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico	142
5.2.2- Risco	146
5.2.3- Síntese dos resultados	148
5.3- Testes de especificação	152
5.4- Especificações alternativas	157
Capítulo 6 – Discussão dos Resultados.....	163
6.1- Enquadramento	163
6.2- Mecanismos de governação, desempenho empresarial e risco empresarial.....	165
6.3- Variáveis de controlo	171
Capítulo 7 – Conclusões, Contribuições, Limitações e Trabalhos Futuros.....	173
7.1- Conclusões	173
7.2- Contribuição do ponto de vista teórico e prático	174
7.3- Limites da investigação.....	175
7.4- Perspetivas para trabalhos futuros	176
Referências.....	178
Anexos.....	184
Anexo 1 – Síntese das variáveis	184
Anexo 2 – Quadros de caracterização genérica da amostra	186
Anexo 3 – Estudo detalhado dos valores ausentes	197
Anexo 4 – Quadros de resultados da análise de dados em painel e de testes de especificação	214

Lista de Figuras

Figura 1 – Modelo de investigação	68
Figura 2 – Modelo de investigação (detalhado)	103

Lista de Quadros

Quadro 1 – Estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis de interesse (roe, mbr e rTotal)	113
Quadro 2 – Distribuição de valores ausentes por variável (acumulado para o período 2002-2013)	116
Quadro 3 – Frequências de valores ausentes por observação (acumulado para o período 2002-2013)	116
Quadro 4 – Percentagem de valores ausentes por ano	117
Quadro 5 – Resultado do teste de Little para a ausência de valores completamente aleatória .	119
Quadro 6 – Resultado do teste de Little para a ausência de valores completamente aleatória, por ano, excluindo variáveis com percentagem de valores ausentes superior a 10%	119
Quadro 7 – Representatividade da amostra de acordo com o número de empresas e ativo	123
Quadro 8 – Descrição dos dados em painel	134
Quadro 9 – Análise da variação entre empresas e ao longo do tempo da variável referente à reeleição individual (reelInd)	136
Quadro 10 – Resultados do modelo para a rendibilidade do capital próprio	138
Quadro 11 – Resultados do modelo para a rendibilidade do capital próprio positiva.....	140
Quadro 12 – Resultados do rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico	142
Quadro 13 – Resultados do rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico positivo...	144
Quadro 14 – Resultados do risco total	146
Quadro 15 – Síntese dos resultados.....	148
Quadro 16 – Teste de Hausman para efeitos fixos – rendibilidade do capital próprio.....	153
Quadro 17 – Teste de Hausman para efeitos fixos – rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico	154
Quadro 18 – Teste de Hausman para efeitos fixos – risco total	156
Quadro 19 – Especificações alternativas – síntese dos resultados	158
Anexo 2, Quadro 1 – Dimensão da amostra: distribuição de empresas e observações de acordo com o número de anos de informação disponível para as variáveis de governação	186
Anexo 2, Quadro 2 – Distribuição das observações por ano.....	186
Anexo 2, Quadro 3 – Distribuição de observações e empresas por país	187
Anexo 2, Quadro 4 – Distribuição de observações e empresas por setor de atividade	187
Anexo 2, Quadro 5 – Estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis independentes – conselho de administração e comissão executiva	188
Anexo 2, Quadro 6 – Estatísticas descritivas e valores ausentes das variáveis independentes – CEO.....	189
Anexo 2, Quadro 7 – Estatísticas descritivas e valores ausentes das variáveis independentes – <i>takeovers</i>	190
Anexo 2, Quadro 8 – Estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis independentes – concentração acionista	190
Anexo 2, Quadro 9 – Estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis de controlo	191
Anexo 2, Quadro 10 – Número e dimensão de empresas cotadas por país (universo)	192

Anexo 2, Quadro 11 – Número e dimensão de empresas cotadas por setor de atividade (universo)	194
Anexo 3, Quadro 1 – Independência dos administradores – análise dos valores ausentes (teste t de student)	197
Anexo 3, Quadro 2 – Independência dos administradores – análise dos valores ausentes por país	198
Anexo 3, Quadro 3 – Antiguidade dos administradores – análise dos valores ausentes (teste t de student)	199
Anexo 3, Quadro 4 – Antiguidade dos administradores – análise dos valores ausentes por país	200
Anexo 3, Quadro 5 – Competências dos administradores – análise dos valores ausentes (teste t de student)	201
Anexo 3, Quadro 6 – Competências dos administradores – análise dos valores ausentes por país	202
Anexo 3, Quadro 7 – Número de reuniões do conselho de administração – análise dos valores ausentes (teste t de student)	203
Anexo 3, Quadro 8 – Número de reuniões do conselho de administração – análise dos valores ausentes por setor de atividade	204
Anexo 3, Quadro 9 – Número de reuniões do conselho de administração – análise dos valores ausentes por país	206
Anexo 3, Quadro 10 – Participação noutros conselhos de administração – análise dos valores ausentes (teste t de student)	207
Anexo 3, Quadro 11 – Participação noutros conselhos de administração – análise dos valores ausentes por país	208
Anexo 3, Quadro 12 – Percentagem de administradores executivos – análise dos valores ausentes (teste t de student)	209
Anexo 3, Quadro 13 – Percentagem de administradores executivos – análise dos valores ausentes por país	210
Anexo 3, Quadro 14 – Concentração acionista – análise dos valores ausentes (teste t de student)	211
Anexo 3, Quadro 15 – Concentração acionista – análise dos valores ausentes no setor dos serviços financeiros	212
Anexo 3, Quadro 16 – Concentração acionista – análise dos valores ausentes por país	212
Anexo 4, Quadro 1 – Resultados do modelo para a rendibilidade do ativo	214
Anexo 4, Quadro 2 – Resultados do modelo para o rácio q de Tobin	215
Anexo 4, Quadro 3 – Resultados do risco sistemático	217
Anexo 4, Quadro 4 – Resultados do risco idiossincrático	218
Anexo 4, Quadro 5 – Impacto da utilização de desvios-padrão robustos – o caso do risco total	220
Anexo 4, Quadro 6 – Impacto da utilização de desvios-padrão robustos – o caso da rendibilidade do capital próprio	222

Capítulo 1 – Introdução

Este capítulo apresenta os pontos essenciais do trabalho de investigação. Refere, no essencial, o enquadramento e fundamentação, as teorias de suporte à investigação, a escolha do tema, questões e conceitos, as lacunas da investigação, o propósito e objetivos do estudo, a metodologia de investigação, os resultados e contribuições para a literatura e prática e, finalmente, a organização do trabalho de investigação.

1.1- Enquadramento e fundamentação

Uma característica central das empresas modernas, particularmente as de maior dimensão, consiste na separação entre propriedade e controlo (Dalton *et al.*, 1998). Esta separação pode ser considerada vantajosa, por um lado, na perspetiva das empresas, por verem facilitado o acesso a recursos financeiros ou outros, incluindo competências de gestão, que suportem o seu desenvolvimento e, por outro lado, na perspetiva dos proprietários, pela oportunidade de concretizar uma maior diversificação dos seus investimentos. No entanto, a separação entre propriedade e gestão coloca desafios que decorrem da potencial divergência de interesses entre as partes envolvidas. Neste quadro, importa estabelecer as condições (consubstanciadas em mecanismos de governação) que permitam concretizar as vantagens da separação entre propriedade e gestão sem que daí decorram custos excessivos para os proprietários. Para além da separação entre propriedade e gestão assume relevo a dispersão acionista que, no limite, pode conduzir à transferência do poder dos proprietários para os gestores.

Berle e Means (1932) destacam a importância da separação entre propriedade e gestão e da dispersão acionista, razão pela qual vários autores (por exemplo, Eisenhardt, 1989; Donaldson e Davis, 1991; Davis *et al.*, 1997; Monks e Minow, 2008; Pathan, 2009) consideram que se trata do primeiro contributo para o corpo teórico centrado na governação das sociedades. Posteriormente, este corpo teórico beneficia do contributo de Jensen e Meckling (1976) que, recorrendo à teoria de agência, modelizam os custos (de agência) associados à separação entre propriedade e gestão.

Apesar da importância da teoria de agência (Finegold *et al.*, 2007; Westphal e Graebner, 2010; Renders e Gaeremynck, 2012), no quadro da governação das sociedades reconhece-se, ainda, o papel e relevo da teoria de *stewardship* (Donaldson e Davis, 1991; Davis *et al.*, 1997; Muth e Donaldson, 1998), para compreender a relação estabelecida entre propriedade e gestão, da teoria da dependência de recursos (Pfeffer e Salancik, 1978), e da perspetiva baseada em recursos (Kim *et al.*, 2009), para abranger outras implicações que os mecanismos de governação possam ter no desempenho e risco empresariais. O acesso a recursos externos, nomeadamente recursos qualificados, matérias-primas ou capital, é de primordial importância para as empresas, com relevo para a compreensão das implicações dos mecanismos de governação, especialmente aqueles centrados nos conselhos de administração. Os mecanismos de governação adotados pelas empresas, no entanto, podem ser distintos de acordo com o país onde as empresas estão sediadas

(Shleifer e Vishny, 1997), dadas as diferentes tradições culturais ou sistemas legais, entre outros.

A discussão em torno da governação das sociedades é particularmente atual à luz da ocorrência de vários casos de falência de grandes empresas como a Enron (Monks e Minow, 2008¹; Brown *et al.*, 2009) atribuíveis a falhas nos sistemas de governação das sociedades. Também a crise financeira internacional (2008/09)², conforme destacam McNulty *et al.* (2013), decorre de falhas na governação das sociedades, especialmente ao nível da gestão do risco (Brown *et al.*, 2009), o que revela a insuficiência das medidas adotadas após as falências ocorridas em 2002. Em reação à crise financeira asiática em finais da década de 1990, as questões relacionadas com a governação das sociedades também tinham sido tópico de discussão (La Porta *et al.*, 2000). Estas circunstâncias suscitaram a intervenção de entidades reguladoras e outros organismos oficiais (Monks e Minow, 2008) empenhados no desenvolvimento de códigos e recomendações de boas práticas de governação das sociedades, de aplicação obrigatória para empresas cotadas ou, pelo menos, implicando a obrigatoriedade de reportar publicamente o nível de cumprimento desses códigos e recomendações (Brown *et al.*, 2009). No entanto, Schmidt e Brauer (2006) criticam a tendência para a focalização no nível de cumprimento dos códigos, embora reconheçam que tal pode contribuir para aumentar a credibilidade e legitimidade na perspetiva dos investidores, credores e outros *stakeholders*, conforme demonstrado por Delgado-Garcia *et al.* (2010).

A investigação no âmbito da governação das sociedades tem evoluído. Após o domínio da literatura sobre governação das sociedades muito ligado e observado na perspetiva das finanças³, a maior ligação à estratégia empresarial colocou em relevo, para além do estrito cumprimento dos códigos e recomendações de boas práticas, que a governação das sociedades assume importância através do contributo, por exemplo, para o estabelecimento de vantagens competitivas sustentáveis (Kim *et al.*, 2009).

Não obstante, ainda não há consenso sobre a influência da governação das sociedades no seu desempenho e, ao nível do risco, o número de estudos é ainda reduzido mas, no caso concreto dos bancos, também prevalecem evidências divergentes (Srivastav e Hagendorff, 2016), justificando a realização de novos trabalhos de investigação. Assim, importa aprofundar o conhecimento sobre os mecanismos de governação das sociedades e as suas implicações em termos do desempenho e do risco empresariais e compreender em que medida essas implicações se alteram de acordo com as características das empresas ou em função do contexto em que desenvolvem a atividade. Este conhecimento é relevante para as empresas e para os seus proprietários, mas também para entidades

¹ Monks e Minow (2008, p. 3) salientam que (à data) “sete das doze maiores falências na história Americana deram entrada em 2002”.

² Van Essen *et al.* (2013) consideram que o período de crise decorreu de Julho de 2007 a Janeiro de 2009, mas salientam que os mercados bolsistas atingiram o valor mínimo no primeiro trimestre de 2009. Srivastav e Hagendorff (2016) consideram que a crise financeira começou em 2008.

³ Cremers e Ferrel (2014, p. 1193) referem que se trata de um “tópico central de investigação nas finanças empresariais”.

reguladoras e outros organismos oficiais empenhados em evitar novas falências decorrentes de falhas na governação das sociedades.

1.2- Escolha do tema, questões e conceitos

A escolha do tema decorre do reconhecimento da importância da separação entre propriedade e gestão para o desenvolvimento das empresas, especialmente as de maior dimensão, e a importância das empresas para o desenvolvimento económico de regiões e países. As grandes empresas, num quadro de globalização, estão presentes em vários mercados e constituem pilares na sociedade ao longo de várias gerações. Estas características tornam especialmente relevante o esforço para compreender como é que podem, num curto período de tempo, desaparecer devido a falhas de governação. São conhecidos vários exemplos de empresas internacionais e nacionais, por exemplo, na banca e telecomunicações, que deixaram de cumprir os seus compromissos de natureza financeira, com implicações não só para os acionistas, mas também para credores e, no limite, para os contribuintes chamados a, por via da intervenção do Estado, participar no esforço de recuperação das empresas para evitar implicações ainda mais severas no tecido empresarial e social.

Numa perspetiva macro, justifica-se continuar a refletir sobre as melhorias a introduzir ao nível dos mecanismos de governação para que seja minimizada a probabilidade de ocorrência de falências decorrentes de insuficiências na governação das empresas. Em geral, reagindo às crises surgem ou são reforçados os códigos e recomendações para melhorar a governação das sociedades, baseados em conhecimento aprofundado de cada mecanismo de governação. No entanto, verifica-se na literatura que persiste inconsistência nos resultados obtidos, predominantemente quando se procura avaliar o efeito no desempenho empresarial, e escassez de trabalhos que discutam as implicações no risco empresarial. Numa perspetiva micro, também se justifica aprofundar a investigação pois os acionistas continuam interessados em que as empresas sejam dotadas dos mecanismos de governação mais adequados para assegurar o aumento do seu valor.

O presente trabalho visa contribuir para aprofundar o conhecimento sobre os mecanismos de governação das sociedades e as suas implicações no desempenho e risco empresariais. Daqui resultam várias questões a desenvolver, nomeadamente: i) os mecanismos que influenciam o desempenho também afetam o risco empresarial?; ii) qual a influência das características da empresa (e.g., tipo de atividade) no sistema de governação e no efeito de cada um dos mecanismos?; e, iii) qual o efeito do contexto no qual as empresas desenvolvem a atividade (por exemplo, sistemas legais) no sistema de governação e como deverá a empresa adequar-se?

A concretização do estudo implica a definição de vários conceitos essenciais, nomeadamente, o de governação das sociedades, que se concretiza através de mecanismos de governação estruturados em sistemas de governação, agrupados consoante características comuns, de acordo com modelos de governação. Também se justifica refletir sobre o conceito de desempenho empresarial que não tem o mesmo

significado para todos os autores e, nessa medida, se associa à inconsistência nos resultados empíricos prévios. Por fim, o conceito de risco empresarial.

1.3- Teorias de suporte à investigação

A natureza da separação de funções entre propriedade e gestão implica a seleção de um gestor ou equipa de gestão e a delegação de poderes para que exerça a sua atividade. As decisões acerca do perfil do gestor ou da equipa de gestão, a forma e âmbito da delegação de poderes e outros mecanismos com influência na gestão da empresa, globalmente designados como mecanismos de governação, têm consequências. A formulação, implementação e avaliação dos mecanismos de governação assenta em várias teorias que oferecem perspetivas distintas e/ou complementares sobre as implicações em termos dos objetivos estabelecidos, por exemplo, alinhamento de interesses, desempenho e risco.

Na investigação sobre governação das sociedades destaca-se principalmente, na linha da perspetiva de Jensen e Meckling (1976), a teoria de agência, que oferece um quadro de referência para descrever a relação entre proprietários e gestores, podendo, também, ser utilizada para caracterizar as relações entre distintos grupos de *stakeholders* (por exemplo, entre proprietários e credores) e nos próprios grupos de *stakeholders* (por exemplo, entre acionistas maioritários e minoritários). Neste âmbito, assume-se, por defeito, que os interesses individuais dos agentes tenderão a sobrepor-se aos interesses dos principais, razão pela qual é necessário implementar mecanismos que assegurem o alinhamento de interesses. Alternativamente, a teoria de *stewardship* assume distintas motivações e comportamentos por parte dos gestores (Muth e Donaldson, 1998). Menos utilizada que a teoria de agência, salienta que os gestores podem assumir-se como defensores das organizações e dos seus ativos, colocando-os acima dos seus interesses pessoais.

As implicações dos mecanismos de governação, no entanto, não se esgotam no âmbito da teoria de agência ou teoria de *stewardship* existindo outras teorias que se revelam complementares para que se possa compreender integralmente o efeito dos distintos mecanismos. Sobressai, na perspetiva da teoria de dependência de recursos (Pfeffer e Salancik, 1978), a relevância do contexto (ambiente) na medida que a sobrevivência da organização depende de fatores de natureza interna mas, também, da capacidade de se ajustarem e conviver com outras organizações de comportamento incerto. Neste particular, os mecanismos de governação podem ser configurados para serem facilitadores ou inibidores da ligação da organização com o seu contexto, e assegurar, simultaneamente, o alinhamento de interesses (teoria de agência) ou a autonomia da gestão (teoria de *stewardship*). Mais recentemente, a introdução da perspetiva baseada nos recursos (Kim *et al.*, 2009) veio complementar a análise, destacando o contributo que a governação das sociedades aporta à organização acedendo a recursos críticos e ao estabelecimento de vantagens competitivas sustentáveis.

1.4- Lacunas da investigação

Apesar da existência de códigos e recomendações sobre governação das sociedades e da proliferação de estudos sobre a influência da governação das sociedades no desempenho, não existe ainda consenso sobre o tipo e o sentido dessa relação, conforme realçam Shleifer e Vishny (1997), Dalton *et al.* (1998), Ho (2005), Larcker *et al.* (2007) e Renders e Gaeremynck (2012). Esta questão é relevante para a generalidade dos *stakeholders* mas, conforme salientam Renders e Gaeremynck (2012), é especialmente relevante para os acionistas minoritários que procuram evitar a expropriação pelos acionistas majoritários. A ausência de consenso revela que ainda é insuficiente o conhecimento sobre o efeito dos mecanismos de governação no desempenho das empresas, razão pela qual autores como Van Essen *et al.* (2013) defendem a necessidade de prosseguir a investigação no âmbito da governação das sociedades, mas também sobre o efeito no risco das empresas.

Vários autores têm apresentado contributos para explicar a referida ausência de consenso nos trabalhos de natureza empírica, realçando, nomeadamente, a existência de relações não lineares (Guedri e Hollandts, 2008; Hu e Izumida, 2008), a importância do contexto (Schmidt e Brauer, 2006) ou outras características distintivas da população em análise (Dalton *et al.*, 1998) e as funções do conselho de administração para além da monitorização (Schmidt e Brauer, 2006). A este propósito Wintoki *et al.* (2012) argumentam – com base na análise realizada a diversos trabalhos que reportam relações positivas, negativas ou inexistentes entre independência e dimensão do conselho de administração e o desempenho – que a diferença nos resultados obtidos por distintos autores decorre da incorreta especificação dos modelos empíricos, nomeadamente pela endogeneidade que conduz a estimadores inconsistentes. Bhagat e Bolton (2008) referem-se à importância de seleccionar a medida apropriada para capturar a governação das sociedades e Van Essen *et al.* (2013) colocam em relevo a importância da identificação e compreensão do equilíbrio entre os diferentes mecanismos de governação, na medida em que cada um aporta vantagens e desvantagens, dando o exemplo da dimensão do conselho de administração que, se excessiva, pode implicar dificuldades de comunicação e, se insuficiente, pode levar a dificuldades na resposta a todas as solicitações. Outro aspeto colocado em relevo por Schmidt e Brauer (2006) relaciona-se com a uniformização decorrente dos códigos e recomendações de boas práticas que pode dificultar a investigação centrada nas variáveis estruturais de governação das sociedades. Neste particular, os resultados obtidos por Van Essen *et al.* (2013) levam os autores a questionar a generalização indistinta desses códigos e recomendações e a considerar que os seus resultados contribuem para alargar o leque de trabalhos que argumentam que a adequação dos mecanismos de governação deve ter em consideração as características organizacionais e do contexto em que as empresas desenvolvem a sua atividade⁴. Larcker *et al.* (2007, p. 964), por seu lado, realçam que o desafio reside em saber se os indicadores estruturais tipicamente utilizados “de facto capturam a essência deste constructo complexo e exibem níveis aceitáveis de erro de medição”, criticando os estudos que recorrem apenas a um indicador ou a índices arbitrários. No caso do risco empresarial, o

⁴ Todavia, conforme realçado por La Porta *et al.* (2000), a própria liberalização dos mercados de capital contribui para a convergência entre países em resposta às expectativas de investidores estrangeiros.

reduzido número de estudos existente é um fator adicional que justifica o a realização de investigação adicional (Brown *et al.*, 2009).

A investigação centrada na governação das sociedades assume interesse acrescido à luz da recente crise financeira internacional (2008/09), importando aprofundar as implicações dos mecanismos de governação no desempenho e risco empresariais. Em alguns casos, as falências tiveram lugar, apesar da aparente adoção dos códigos e recomendações de boa governação, com implicações relevantes na economia e confiança dos mercados.

1.5- Propósito e objetivos do estudo

Este trabalho de investigação tem como propósito a compreensão da relação dos mecanismos de governação com o desempenho e o risco empresariais. Um dos objetivos consiste em caracterizar os mecanismos de governação adotados, nomeadamente referentes ao conselho de administração, englobando a comissão executiva e o CEO, o perfil acionista e medidas anti-aquisição. Outro objetivo reside em verificar a influência dos mecanismos de governação das sociedades no desempenho e no risco.

1.6- Metodologia de investigação

Para a concretização do propósito e objetivos do estudo, com base no modelo de investigação suportado na revisão de literatura, analisam-se empresas europeias cotadas em bolsa e recolhem-se dados sobre variáveis estruturais de governação das sociedades junto do suplemento Asset4. Esta base de dados disponibiliza informação sobre empresas europeias cotadas em bolsa desde o ano 2002, período suficientemente alargado para, por exemplo, observar as implicações da crise financeira internacional de 2008/09. A plataforma Datastream, além da informação da base de dados Asset4, possibilita o acesso a dados de natureza financeira, permitindo o cálculo das variáveis de desempenho e risco empresariais. Para as variáveis de concentração acionista recorre-se à base de dados Amadeus (Bureau Van Dijk). Dada a especificidade da atividade de bancos e seguradoras, estes dois setores não são incluídos na análise. Os dados recolhidos são analisados com recurso a metodologia própria para dados em painel.

As principais decisões sobre a metodologia de investigação foram baseadas nos contributos de Larcker *et al.* (2007), Pathan (2009), Grove *et al.* (2011), Renders e Gaeremynck (2012), Wintoki *et al.* (2012) e Van Essen *et al.* (2013). Verifica-se um predomínio dos trabalhos orientados para empresas sedeadas nos EUA (e.g., Larcker *et al.*, 2007; Pathan, 2009; Grove *et al.*, 2011; Wintoki *et al.*, 2012), mas outros autores centram a análise nas empresas europeias (e.g. Renders e Gaeremynck, 2012; Van Essen *et al.*, 2013) que também constituem o enfoque do presente trabalho. No que se refere ao perfil dos dados, atendendo as limitações apontadas à utilização de dados seccionais e às vantagens reconhecidas aos dados em painel, optou-se por utilizar metodologia própria para este tipo de dados, especialmente em linha com Pathan (2009) e Wintoki *et al.* (2012). A amostra, em termos de dimensão, é comparável aos trabalhos que recorrem a

dados em painel com maior número de empresas (1.064 empresas no caso de Renders e Garemynck, 2012; 1.197 empresas no caso de Van Essen *et al.*, 2013) ficando, no entanto, aquém da amostra de Wintoki *et al.* (2012) (neste caso, 6.000 empresas e 20.000 pares empresa/ano). O período de análise, entre os trabalhos que recorrem a dados em painel considerados, é dos mais abrangentes (o que mais se aproxima é Wintoki *et al.*, 2012 que, cobrindo o período compreendido entre 1991 e 2003, recorre, no entanto, a dados de anos intercalados). No que se refere às variáveis, como se detalha particularmente na secção 3.3 e no anexo 1, reconhece-se a importância de tratar um conjunto alargado de mecanismos de governação (e.g. Larcker *et al.*, 2007) e analisar o risco e o desempenho das empresas cotadas, combinando assim o contributo de Pathan (2009), alargando a diferentes setores de atividade, com os contributos dos outros autores que se focam, essencialmente, no desempenho empresarial.

1.7- Resultados e contribuições para a literatura e prática

Os resultados apurados evidenciam que, assumindo todas as empresas na amostra, os mecanismos de governação que exercem uma influência sobre o risco são em maior número do que os que exercem influência sobre o desempenho. No entanto, quando restringida a análise às empresas com desempenho positivo, tornam-se evidentes outras relações que acentuam a importância dos mecanismos de governação para o desempenho empresarial. Importa, no entanto, reconhecer que a influência dos mecanismos de governação é positiva ou negativa, e que, em alguns casos, cada mecanismo de governação produz efeitos com sinais distintos quando apreciado o efeito sobre o desempenho e sobre o risco.

Centrando a análise nas variáveis de governação, no que se refere ao desempenho, os resultados apurados colocam em relevo o contributo positivo da independência dos conselhos de administração para o desempenho na perspetiva do mercado (rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico) e que a participação no conselho de administração de outras entidades e a maior percentagem de administradores com funções executivas se refletem positivamente no desempenho contabilístico (rendibilidade do capital próprio) e no desempenho na perspetiva do mercado. Em sentido contrário, a maior percentagem de mulheres nos conselhos de administração e o princípio de igualdade de votos entre os acionistas influencia negativamente o desempenho na perspetiva contabilística e na perspetiva do mercado. O alinhamento da remuneração do CEO com o valor para o acionista influencia negativamente o desempenho na perspetiva do mercado. A frequência das reuniões do conselho de administração associa-se a menor desempenho na perspetiva do mercado. Relativamente ao risco total verifica-se que a frequência de reuniões do conselho de administração, a existência de uma comissão de nomeações, o princípio de igualdade de votos entre os acionistas e a concentração acionista (aferida pelo número de acionistas com participações idênticas ou superiores a 5%) influenciam positivamente o risco total. Em sentido contrário, realça-se que a maior dimensão dos conselhos de administração, a maior antiguidade dos membros do conselho de administração, a participação no conselho de administração de outras entidades e a reeleição individual dos administradores se associam a um menor risco. A introdução na

análise das variáveis de controlo permite verificar, em particular, a importância da dimensão para redução do desempenho e do risco, o impacto negativo do período de crise no desempenho e positivo no risco e as especificidades decorrentes dos setores de atividade, especialmente no que concerne ao risco, para além da importância do contexto institucional aferido pela localização da sede num país da União Europeia (reduz o desempenho na perspetiva do mercado) e da zona Euro (menor desempenho contabilístico e maior risco).

A presente investigação enquadra-se no esforço preconizado por Van Essen *et al.* (2013), para desenvolver estudos sobre governação das sociedades. Contribui para a melhor compreensão dos mecanismos de governação e a sua influência no desempenho e risco empresariais. Também, a análise simultânea do desempenho e do risco, recorrendo a variáveis diversas, é outra importante contribuição para compreender os efeitos diferenciados da governação nas distintas variáveis de interesse e, em particular, no risco que tem sido analisado com menor frequência que o desempenho em investigação prévia (Pathan, 2009). Em complemento à teoria de agência, no presente trabalho considera-se também o contributo da teoria de *stewardship*, da teoria da dependência de recursos e da perspetiva baseada em recursos que conferem um quadro teórico mais alargado para a compreensão das diferentes relações estabelecidas, sendo esta outra importante contribuição.

A opção por um período temporal alargado permite evitar as limitações dos estudos focalizados em períodos muito curtos, normalmente um ano. Conforme relevam Larcker *et al.* (2007), essa opção inibe a capacidade de generalizar os resultados. Ao adotar metodologia própria para dados em painel coloca-se em relevo o impacto interno das alterações ao nível da governação das sociedades e, por esta via, também se contribui para refletir sobre a adequação da lógica dominante que preconiza a adoção de mecanismos de governação idênticos em todas as empresas (Pathan, 2009).

Para as empresas e os seus acionistas os resultados apurados permitem uma melhor compreensão do impacto das decisões sobre governação com vista a assegurar a concretização dos objetivos da organização, através da otimização do binómio desempenho/risco. Para os reguladores o trabalho contribui para uma melhor compreensão das implicações das recomendações sobre a governação e contribui para a reflexão sobre a aplicabilidade indistinta dessas recomendações a todas as empresas.

1.8- Organização do trabalho de investigação

Após a introdução o trabalho prossegue com a revisão da literatura, abarcando os tópicos de governação das sociedades, teoria de agência, teoria de *stewardship*, teoria da dependência de recursos, perspetiva baseada em recursos e outras, mecanismos de governação, desempenho empresarial, risco empresarial e a dimensão, setor de atividade e contexto. Segue-se o modelo de investigação e a formulação das hipóteses sobre as relações expectáveis entre as variáveis. De seguida identificam-se as variáveis, incluindo informação sobre a escala de medição e cálculo. Atendendo aos objetivos identificam-se

o processo de recolha de dados referentes aos diversos mecanismos de governação das sociedades, a identificação do universo para a recolha da amostra e as metodologias estatísticas. Depois da análise e apuramento dos resultados seguem-se a discussão dos resultados e as conclusões, contribuições, limitações e trabalhos futuros.

Capítulo 2 – Revisão da Literatura

Este capítulo centra-se na revisão da literatura, com vista à definição do modelo de investigação e respetivas hipóteses de trabalho em consonância com o propósito e objetivos do estudo. Evidenciam-se contributos teóricos sobre a governação das sociedades e identificam-se teorias de suporte às relações estabelecidas entre gestores e acionistas (teoria de agência e teoria de *stewardship*) e entre as empresas e o seu ambiente externo (teoria da dependência de recursos e perspetiva baseada em recursos). Seguem-se a identificação e descrição sumária dos mecanismos de governação (principalmente mecanismos internos de governação) e abordam-se o desempenho e o risco empresariais. Por fim, considera-se, também, a importância da dimensão das empresas, do setor de atividade e do contexto no âmbito da investigação sobre a governação das sociedades.

2.1- Governação das sociedades

Na literatura é possível identificar diferentes definições de governação das sociedades, o que revela a existência de distintas perspetivas sobre as relações que se estabelecem nas empresas e sobre as questões que emergem no âmbito dessas relações. Por exemplo, Shleifer e Vishny (1997, p. 737) salientam o papel da governação das sociedades para o retorno do investimento dos “fornecedores” de recursos financeiros. Larcker *et al.* (2007, p. 964) referem-se à governação das sociedades como o “conjunto de mecanismos que influenciam as decisões tomadas pelos gestores quando existe uma separação entre propriedade e controlo”. Também La Porta *et al.* (2000) se referem à governação das sociedades como um “conjunto de mecanismos”, embora os autores considerem que, no essencial, estes visam evitar a expropriação pelos gestores e acionistas dominantes. Börsch-Supan e Köke (2002, p. 295) descrevem a governação das sociedades como um “sistema complexo de mecanismos de controlo” com o propósito de influenciar o comportamento dos gestores para redução dos custos de agência. McNulty *et al.* (2013, p. 58), por seu lado, salientam que “a governação das sociedades é desenhada para reduzir a assimetria de informação, controlar o oportunismo da gestão e redirecionar a gestão para o comportamento ótimo”, expandindo a perspetiva de Monks e Minow (2008, p. 3) que se referem à necessidade de formular as questões pertinentes, em articulação com “pesos e contrapesos”⁵ orientadas para a “criação de valor sustentável no longo prazo”. Schmidt e Brauer (2006, p. 17), por seu lado, consideram que “a monitorização das decisões de afetação de recursos constitui a essência da governação das sociedades”. Neste âmbito, conforme realçam Larcker *et al.* (2007, p. 964), a investigação tipicamente “examina se diferentes estruturas de governação das sociedades impactam ou limitam o comportamento dos executivos e/ou têm um impacto no desempenho organizacional”. Apesar das diferenças, é possível identificar elementos comuns nas distintas definições, nomeadamente a separação entre propriedade e controlo (que Monks e Minow, 2008, p. 109, consideram ser “o foco das lutas sobre a governação das sociedades”) e a potencial divergência de interesses entre proprietários e gestores.

⁵ No original, “checks and balances”.

No que se refere à separação entre propriedade e controlo, Berle e Means (1932, cap. 6) distinguem três funções no âmbito das empresas que podem, ou não, ser desempenhadas pela mesma pessoa⁶: 1) deter interesses numa empresa, 2) deter poder sobre a empresa e 3) agir com referência à empresa. A dispersão acionista suscita, à luz destas três funções, que seja possível a existência de proprietários que não detêm poder sobre a empresa⁷ e que outros, mesmo com uma reduzida participação acionista, tenham efetivo poder sobre a empresa. Ainda assim, Berle e Means (1932) afirmam que a empresa deve ser gerida de acordo com os interesses dos proprietários, o que interliga com a perspectiva de Jensen e Meckling (1976) que consideram que a maior parte das organizações são construções jurídicas que servem o propósito de permitir o estabelecimento de relações contratuais entre indivíduos, entre os quais os proprietários⁸, e a relação entre a gestão e os acionistas ocorre no quadro dos estatutos da empresa (Bhagat e Jefferis, 2002).

Em geral, verifica-se que as empresas, no estágio inicial de desenvolvimento, são detidas pelos seus fundadores e que estes também desenvolvem as atividades de gestão. No entanto, por questões decorrentes da maior dimensão, complexidade, necessidade de acesso a recursos financeiros (Bhagat e Jefferis, 2002) ou outros, descendência, obtenção de liquidez pessoal (Shleifer e Vishny, 1997) ou outras, de forma progressiva o capital das empresas dispersa-se por vários acionistas e a gestão passa a ser realizada por profissionais com tempo e experiência apropriados (Monks e Minow, 2008) sem outro vínculo às empresas. A este propósito, Davis *et al.* (1997) realçam que o crescimento das empresas pode implicar a necessidade de um volume de recursos superior aos que um único proprietário pode assegurar, razão pela qual as empresas acabam por ter vários proprietários individualmente interessados em maximizar o retorno do seu investimento. De acordo com Bhagat e Jefferis, (2002, p. 1) no final da década de 1970 verificou-se que as empresas nos EUA “estavam a perder a sua vantagem competitiva global” por razões decorrentes do enfoque dos gestores nos seus próprios interesses⁹ em detrimento dos interesses dos acionistas.

Berle e Means (1932) abordam a diferença de interesses entre o grupo que detém o poder de controlo, que, no quadro do sistema corporativo, transita dos proprietários para os gestores, e o grupo que detém a propriedade. Estes autores salientam que, no caso de

⁶ De acordo com Berle e Means (1932) a separação de funções começou a generalizar-se ao longo do século XIX.

⁷ Monks e Minow (2008) destacam que os acionistas delegam a gestão da empresa (ou seja, o direito de tomar decisões acerca da utilização do ativo da empresa) e, em contrapartida, a sua responsabilidade relativamente às atividades da empresa é limitada. Neste quadro, o desafio centra-se em compatibilizar a delegação de poder e assegurar a responsabilidade no uso desse poder.

⁸ Estas perspectivas de Berle e Means (1932) e Jensen e Meckling (1976) baseadas no valor para o acionista (*shareholder value model*) contrastam com a perspectiva de outros autores que realçam o relevo dos *stakeholders* (conforme se assinala brevemente na secção 2.2.4). A observação de Jensen e Meckling (1976) sobre as organizações enquanto construções jurídicas também pode ser apreciada à luz da teoria de agência e da teoria de *stewardship* (tratadas mais adiante nas secções 2.2.1 e 2.2.2) na medida em que esta última parece assumir que a empresa tem um propósito próprio que extravasa a mera construção jurídica.

⁹ Bhagat e Jefferis (2002) referem-se, concretamente, ao empenho dos gestores em criar um império para gerir.

diferença entre os interesses pessoais dos membros do grupo na posição de controlo (neste caso, os gestores) relativamente aos interesses dos proprietários, o alinhamento poderá ser obtido através de mecanismos de controlo, por exemplo, estabelecidos por decorrência de condições políticas, económicas ou sociais. Neste contexto, importa compreender quais são os interesses dos acionistas. Berle e Means (1932, p. 121), revelando o seu entendimento sobre o que é uma empresa, explicitam que os interesses dos acionistas abarcam: 1) “ganhar o lucro máximo compatível com um grau de risco razoável”, 2) “que uma percentagem elevada desses lucros sejam distribuídos em consonância com os melhores interesses do negócio”, 3) “que nada aconteça para prejudicar o seu [do acionista] direito a receber a parte proporcional desses lucros ... distribuídos” e 4) “as suas [do acionista] ações se mantenham livremente transacionáveis a um preço justo”¹⁰. Os interesses de quem está na posição de controlo, ainda de acordo com Berle e Means (1932), não são tão claros, podendo consubstanciar-se nos lucros pessoais (o que se aproxima da perspectiva da teoria de agência) ou de prestígio ou satisfação pelo desempenho profissional (que já se aproxima da perspectiva da teoria de *stewardship*).

No quadro da governação das sociedades assume particular destaque a constituição e funcionamento dos conselhos de administração¹¹, mas também existem entendimentos distintos quanto ao respetivo papel, conforme salientam Kim *et al.* (2009) que colocam em relevo a distinção entre a gestão e o controlo, considerando, em concordância, que os conselhos de administração são responsáveis pela ratificação e monitorização das ações estratégicas formuladas e executadas pelas comissões executivas (correspondentes às equipas de gestão de topo referidas pelos autores). Outros autores, no entanto, salientam a importância do envolvimento estratégico dos conselhos de administração (por exemplo, Schmidt e Brauer, 2006). Davis *et al.* (1997), centrando-se na problemática do controlo e suportados na teoria de agência, salientam que o conselho de administração é um dos mecanismos internos e que estes mecanismos são geralmente preferíveis atendendo aos custos associados aos mecanismos externos.

Em resposta a crises empresariais (Monks e Minow, 2008) foram desenvolvidos códigos e recomendações de boas práticas de governação das sociedades, normalmente suportados na teoria de agência, o que tem suscitado discussão sobre a sua adequação. Por exemplo, Van Essen *et al.* (2013) verificam que algumas recomendações de boa governação das sociedades baseadas na teoria de agência se revelaram prejudiciais para o desempenho empresarial em períodos de crise. Por outro lado, em reação à aplicação indistinta desses códigos e recomendações a todas as empresas, Renders e Gaeremynck (2012) salientam a importância de se considerarem os contextos ambiental e organizacional, o que também é destacado por Schmidt e Brauer (2006). Schmidt e Brauer

¹⁰ Monks e Minow (2008, p. 108) também se referem à importância de manter as ações transacionáveis, salientando que se trata do único direito decorrente da propriedade que é exercido de forma inequívoca pelo acionista. Acrescentam que alguns mecanismos (anti-aquisição) adotados pela empresa podem limitar este direito.

¹¹ Nessa medida, é curioso verificar que Bhagat e Jefferis (2002, pp. 10-13), na secção dedicada à revisão de literatura sobre a relação entre a governação das sociedades e o desempenho, se cingem ao conselho de administração e, com particular enfoque, à independência dos membros do conselho de administração.

(2006), adicionalmente, criticam a tendência para a focalização no cumprimento dos códigos, embora reconheçam o contributo para aumentar a credibilidade e legitimidade¹² na perspectiva dos investidores, credores e outros *stakeholders*. McNulty *et al.* (2013, p. 74), a este propósito, consideram que “há limites à aplicação e efeitos de quaisquer regras generalizadas sobre a estrutura de governação desenvolvidas por decisores políticos ao nível nacional ou regional”.

2.2- Teorias de suporte

Na ausência de uma teoria globalmente aceite sobre governação das sociedades (McNulty *et al.*, 2013), a investigação tem sido suportada em várias teorias que contribuem parcelarmente para descrever a complexa relação (Dalton *et al.*, 1998; Nicholson e Kiel, 2007) estabelecida entre as variáveis de governação e as variáveis de interesse. Neste âmbito, alguns autores optam por se focalizar apenas numa teoria, especialmente a teoria de agência, mas outros, como Muth e Donaldson (1998), Bhagat e Jefferis (2002), Nicholson e Kiel (2007) ou McNulty *et al.* (2013), referem simultaneamente várias teorias e, complementarmente, McNulty *et al.* (2013) questionam se alguma teoria ou perspectiva, de forma isolada, será suficiente para compreender detalhadamente as ações do conselho de administração.

Entre os autores que referem várias teorias, Davis *et al.* (1997) debruçam-se sobre a validade empírica das teorias de agência e de *stewardship*, reconhecendo que os estudos realizados têm apresentado evidências contraditórias ou ausência de evidência sobre qual das teorias é prevacente e realçam que esta ausência de resultados consistentes constitui um incentivo para que se prossigam os estudos com o propósito de “reconciliar” as diferenças existentes entre as duas teorias¹³. Não obstante, Davis *et al.* (1997) sustentam que, para os proprietários preocupados com o risco (de expropriação¹⁴), a teoria da agência é melhor aceite¹⁵ pois, em alguma medida, a adoção de mecanismos em linha com a teoria de *stewardship* pode implicar maior risco de expropriação. McNulty *et al.* (2013) também refletem sobre as teorias que têm vindo a ser utilizadas no suporte à investigação sobre a governação das sociedades e confrontam igualmente a teoria de agência – sobre a qual consideram existir reservas – e a teoria de *stewardship*. Concluem

¹² Westphal e Graebner (2010) também se centram na legitimidade decorrente da adoção de determinadas práticas de governação consubstanciando-se na legitimação das estratégias seguidas pelas empresas (alcançada, por exemplo, por via do aumento da independência do conselho de administração para reforçar a imagem de alinhamento de interesses entre os gestores e os acionistas). A questão da legitimidade é particularmente relevante nos países baseados no direito civil (Zattoni e Cuomo, 2008).

¹³ Nesta linha, McNulty *et al.* (2013) consideram que os seus resultados sugerem que uma teoria sobre governação das sociedades mais desenvolvida deve compatibilizar as perspectivas de controlo e colaboração decorrentes das teorias de agência e de *stewardship*.

¹⁴ Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (2000) referem-se aos vários tipos de expropriação, incluindo preços de transferência, admissão de colaboradores baseados na conveniência pessoal ou por via de remuneração excessiva e várias outras regalias.

¹⁵ O que é contraposto, em certa medida, pelos autores que sustentam que os proprietários têm maior possibilidade de diversificar o seu risco do que os gestores e, por essa razão, têm maior tolerância ao risco (ver, por exemplo, a argumentação de Makadok, 2003 e Pathan, 2009).

a discussão referindo que, no plano teórico, “a teoria de agência afirma a necessidade de controlo, enquanto que a de *stewardship* afirma a necessidade de colaboração” (McNulty *et al.*, 2013, p. 73), pelo que a compatibilização das duas teorias eleva o papel dos conselhos de administração (que, no âmbito da governação das sociedades, assumem particular relevo) a um papel mais próximo do preconizado pela teoria da dependência de recursos. Nicholson e Kiel (2007) consideram que nenhuma das teorias que estudam (agência, *stewardship* e dependência de recursos) é suficiente para compreender todas as relações entre o conselho de administração e o desempenho, mas cada uma aporta contributos relevantes para compreender essas relações.

Neste trabalho reconhece-se a importância das teorias de agência e *stewardship* (esta última com evolução limitada ao longo dos anos) e, adicionalmente, da teoria da dependência de recursos (centrada nas relações da empresa com o exterior) e da perspectiva baseada em recursos, considerando-se serem complementos importantes. Nas secções seguintes, estas teorias são descritas, explicitando-se as diferenças com implicações para a formulação de hipóteses e interpretação dos resultados. Não obstante, apesar do destaque dado a estas teorias, reconhece-se a existência de outras que podem também providenciar contributos para a discussão, como são as teorias sobre os processos de equipas e grupos (McNulty *et al.*, 2013) ou a teoria institucional que, de acordo com Brown *et al.* (2009), ajuda a compreender a razão pela qual as empresas tendem a assumir as recomendações sobre governação das sociedades ou sobre a elaboração dos respetivos relatórios.

2.2.1- Teoria de agência

A crescente dimensão das empresas e a maior dispersão acionista (Donaldson e Davis, 1991) suscitam o afastamento dos acionistas das atividades de controlo das empresas (Dalton *et al.*, 1998; Muth e Donaldson, 1998) sendo essas atividades delegadas em gestores cujas ações podem divergir dos interesses dos acionistas (Shleifer e Vishny, 1997; Li e Simerly, 1998), importando compreender os incentivos que os gestores têm na tomada de decisão, nomeadamente na assunção de riscos (Pathan, 2009). Com origem nos campos das finanças e da economia, a teoria de agência centra-se na relação entre principal (acionista) e agente (gestor)¹⁶ assumindo que o agente tenderá a apropriar-se dos lucros através de salários e outros benefícios em prejuízo do principal (Muth e Donaldson, 1998). A teoria de agência aplica-se a todas as relações de natureza

¹⁶ Mais recentemente, autores como Arthurs *et al.* (2008) referem-se à teoria de agência múltipla (“multiple agency theory”) considerando a possibilidade da existência de múltiplos agentes e múltiplos principais com distintos interesses. McNulty *et al.* (2013) também atribuem relevo a esta versão da teoria de agência por enfatizar a multiplicidade e complexidade das relações estabelecidas no âmbito das empresas. Aliás, já Jensen e Meckling (1976) referem que o problema de agência não se restringe à relação entre propriedade e gestão, mas se estende a todos os níveis da organização, nomeadamente à relação entre o CEO e outros administradores executivos e quadros de topo da empresa. Num cenário ideal essas relações também deveriam ser estudadas, embora tal apresente dificuldades acrescidas.

cooperativa¹⁷ em que o agente e o principal têm diferentes objetivos e diferentes atitudes face ao risco (Eisenhardt, 1989) e, atendendo a que o agente não dispõe das mesmas condições para diversificar o risco¹⁸ que o principal, quando existem problemas de agência, o gestor tende a investir menos em ativos de valor incerto do que o principal desejaria (Makadok, 2003)¹⁹. Davis *et al.* (1997) salientam que o agente deverá responsabilizar-se pela maximização da utilidade do principal, mas também identifica uma oportunidade para maximizar a sua própria utilidade²⁰. Westphal e Graebner (2010) consideram a divergência de interesses a propósito da política e estratégia empresarial e salientam que, na falta de controlo apropriado, os gestores tenderão a seguir estratégias orientadas para o seu enriquecimento pessoal, nomeadamente a diversificação não relacionada por forma a salvaguardarem a sua posição na empresa (criação de “império” a que Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (2000) e Monks e Minow (2008) também se referem). Li e Simerly (1998) também se referem à tendência dos gestores para adotar estratégias orientadas para o crescimento e expansão.

A separação entre controlo e propriedade (na perspetiva de Shleifer e Vishny, 1997, p. 740, “a essência do problema de agência”), para além da divergência de interesses entre gestores e acionistas (que Westphal e Graebner, 2010 consideram central), também é caracterizada pela assimetria de informação, consubstanciada na seleção adversa²¹ (a assimetria de informação precede o contrato entre o gestor e o acionista), no risco moral (alteração de comportamento após o contrato) e na informação oculta (a assimetria de informação ocorre após o contrato entre o gestor e o acionista e refere-se, respetivamente, ao comportamento do gestor e à informação a que este tem acesso). No momento da contratualização da relação entre o gestor e o acionista, o gestor dispõe de conhecimento privilegiado sobre as suas próprias capacidades, que pode sobrevalorizar, levando a uma situação de seleção adversa (Eisenhardt, 1989). Já no desempenho das funções, o gestor pode não desenvolver o esforço adequado para concretizar os objetivos²², o que

¹⁷ Neste quadro, Jensen e Meckling (1976) acrescentam que a teoria de agência não se aplica de forma exclusiva às empresas e é generalizável a todas as organizações que pressupõem a colaboração entre pessoas (ex. universidades, autoridades governamentais, cooperativas, organizações sem fins lucrativos, etc.), embora tenham diferenças em termos do tipo de contratos estabelecidos entre as partes.

¹⁸ Makadok (2003) realça que, apesar de terem todo o seu capital (trabalho) investido na empresa, os gestores têm oportunidade de sair para outras empresas. Assim sendo, na sua função de utilidade, deve ser considerada esta “utilidade de reserva”.

¹⁹ Felício *et al.* (2012) verificam que, mesmo no caso de pequenas e médias empresas, os gestores se distinguem por ter menor propensão a assumir riscos do que os empreendedores, ou seja, poderá não ser apenas uma questão relacionada com a capacidade dos gestores para diversificar o seu risco.

²⁰ Makadok (2003) considera que os gestores, para além de avessos ao risco, também são avessos ao esforço (ou seja, menor esforço aumenta a sua utilidade).

²¹ Bhagat e Jefferis (2002) e Bhagat e Bolton (2008), no enquadramento teórico dos seus trabalhos, referem-se distintamente aos modelos de agência e aos modelos de seleção adversa. Neste trabalho, conforme explicitado, considera-se a seleção adversa no âmbito da assimetria de informação no quadro da teoria de agência. Tal não significa, no entanto, que a seleção adversa, bem como os outros problemas no âmbito da assimetria da informação, não possam ter abordagens e soluções específicas no âmbito da governação das sociedades.

²² Eisenhardt (1989) equaciona a questão do risco moral na perspetiva do gestor que desenvolve um esforço abaixo do necessário para concretizar os objetivos esperados. No entanto, outros autores equacionam o risco moral na perspetiva do risco excessivo face ao desejável pela parte que, em última análise,

corresponde a uma situação de risco moral (Eisenhardt, 1989). Tratando-se de dois casos de comportamento não observável, Eisenhardt (1989) argumenta que a solução passa por investir em sistemas de informação (incluindo aqui os conselhos de administração) ou contratualizar os resultados em vez do comportamento do gestor (o que implica transferência de risco para o gestor, o que não é indiferente dadas as diferentes preferências face ao risco e que há uma parte da incerteza que decorre de fatores externos independentes da ação do gestor). Por fim, a informação oculta decorre da informação privilegiada a que o gestor tem acesso no desempenho das suas funções. Superar essa assimetria implicaria custos significativos por parte do acionista (mais penalizador quando se trata de pequenos acionistas). Pfeffer e Salancik (1978) realçam, a este propósito, que os membros executivos do conselho de administração (i.e., os gestores) tendem a assumir um nível considerável de controlo sobre os restantes membros do conselho de administração por via das suas próprias participações acionistas mas, principalmente, pelo controlo que têm sobre a informação disponibilizada acerca da empresa e das suas atividades.

A investigação sobre governação das sociedades suportada na teoria de agência, de acordo com Eisenhardt (1989), divide-se em duas correntes complementares, a corrente positivista²³ e a corrente principal-agente. A corrente positivista centra-se na identificação de situações de divergência de interesses e na descrição dos mecanismos de governação limitadores do comportamento egocêntrico do gestor no quadro das empresas cotadas de grande dimensão. Eisenhardt (1989) considera que, neste contexto, um contrato entre principal e agente baseado em resultados induzirá junto do agente um comportamento consonante com os interesses do principal. De idêntica forma, quando o principal dispõe de informação que permita verificar o comportamento do gestor, este tenderá a comportar-se de acordo com os interesses do principal. Por seu lado, a corrente de investigação principal-agente adota uma abordagem formal baseada na especificação detalhada dos pressupostos acerca do agente e do principal, seguindo-se a dedução lógica e análise matemática. Esta corrente tem por propósito a definição do contrato mais apropriado (baseado em comportamentos ou em resultados) a estabelecer entre principal e agente (Eisenhardt, 1989). Neste âmbito é possível especificar distintos cenários com base em pressupostos acerca do agente e do principal, nomeadamente admitir que o agente não é avesso ao risco ou que não existe conflito de interesses entre principal e agente, situação que Davis *et al.* (1997) também admitem ocorrer quando se verifica a coincidência das funções de utilidade do gestor e do acionista. A complexidade da função desenvolvida pelo agente, a facilidade na mensuração dos resultados ou a duração da

suportará as consequências negativas que daí possam decorrer. Pathan (2009), por exemplo, tratam a relação entre os acionistas e os depositantes das instituições bancárias e consideram que os acionistas têm preferência por risco excessivo e tal configura uma situação de risco moral pois, em caso de falência, outros (neste caso os depositantes ou o Estado) serão chamados a participar nas perdas que daí resultem. No entanto, conforme referido previamente, na apreciação dos gestores, por questões relacionadas com a maior dificuldade de diversificação do risco individual, vários autores assumem que estes têm maior aversão ao risco que os acionistas (ver, por exemplo, a argumentação de Makadok, 2003 e Pathan, 2009).

²³ Pepper e Gore (2015) referem-se, por seu lado, à teoria de agência comportamental (*behavioral agency theory*) que confrontam com a teoria de agência positivista.

relação (com a subsequente aprendizagem que daí decorre; Eisenhardt, 1989) são, entre outras, variáveis que influenciam a configuração do contrato a implementar.

As duas correntes de investigação relevam o papel do contrato a estabelecer entre principal e agente no alinhamento dos respetivos interesses. A definição deste contrato deve atender às características dos indivíduos (egocêntricos, com racionalidade limitada e avessos ao risco), das organizações (conflito parcial de objetivos entre os participantes, enfoque na eficiência, assimetria de informação entre principal e agente) e informação (a informação pode ser adquirida) (Eisenhardt, 1989). Neste quadro, importa discutir se é mais apropriado estabelecer um contrato baseado nos comportamentos (por exemplo, alicerçado na remuneração) ou um contrato baseado nos resultados (por exemplo, alicerçado em comissões ou opções de aquisição de ações). Em relação ao risco, Eisenhardt (1989) refere que a incerteza nos resultados e o distinto nível de aversão ao risco (também salientado por Shleifer e Vishny, 1997) deve influenciar o contrato a estabelecer entre principal e agente. No entanto, conforme assinalam Jensen e Meckling (1976), seria de extraordinária dificuldade e custo elaborar contratos²⁴ que antecipassem claramente todos os cenários de forma a salvaguardar os interesses dos acionistas. Assim, torna-se inevitável a existência de custos de agência²⁵, entendidos como o diferencial relativamente à rendibilidade caso o principal gerisse diretamente a empresa (Donaldson e Davis, 1991)²⁶, o que se pretende minimizar através de mecanismos internos de governação (Davis *et al.*, 1997), especialmente considerando que podem ser elevados (Börsch-Supan e Köke, 2002). Westphal e Graebner (2010) destacam, para além do papel do conselho de administração, a importância de assegurar o alinhamento de interesses através de planos de incentivos dependentes de objetivos de longo prazo. Li e Simerly (1998), no entanto, salientam que a forma preconizada pela teoria de agência para assegurar o alinhamento de interesses consiste no aumento da participação acionista.

Davis *et al.* (1997) consideram que o grau de divergência entre principal e agente pode variar mas, independentemente dos mecanismos de controlo que possam ser implementados, por serem imperfeitos, haverá sempre espaço para o comportamento oportunista do gestor procurando maximizar a sua função de utilidade e destacam que cabe ao principal desenhar o sistema de governação que assegure a maximização da sua utilidade. Van Essen *et al.* (2013) realçam o papel do conselho de administração na minimização dos custos de agência decorrentes da separação entre propriedade e controlo em contextos de estabilidade, mas alertam para as consequências nefastas de um controlo

²⁴ Shleifer e Vishny (1997) referem-se à complexidade das relações o que impossibilita o estabelecimento de contratos completos. No entanto, seria também necessário um sistema legal que assegure condições de confiança quanto ao cumprimento de contratos, como acentuam La Porta *et al.* (2000).

²⁵ Monks e Minow (2008, p. 3) consideram que os custos de agência constituem o problema central do capitalismo e que a governação das sociedades é o mecanismo disponível para fazer face a este problema.

²⁶ Jensen e Meckling (1976) definem custos de agência com maior detalhe referindo-se ao somatório das despesas de monitorização assumidas pelo principal, as despesas de adesão (“bonding”) aos interesses dos acionistas assumidas pelo agente e ainda a perda residual que corresponde ao decréscimo no bem-estar do principal decorrente da divergência entre as decisões do agente e as que seriam desejáveis na perspetiva do principal.

excessivo sobre o CEO. Eisenhardt (1989) assinala o particular relevo do conselho de administração enquanto sistema de informação para monitorização da gestão acrescentando, na lógica da corrente positivista, que quanto maior o detalhe da informação obtido através do conselho de administração, menor a necessidade de compensação baseada nos resultados²⁷, sendo o gestor recompensado pela qualidade das ações desenvolvidas. Westphal e Graebner (2010) salientam, no quadro dos conselhos de administração, a importância dos administradores independentes.

A teoria de agência tem suportado muita da investigação sobre governação das sociedades (e.g., Pathan, 2009; Kim *et al.*, 2009) e também o desenvolvimento de códigos e recomendações de boas práticas de governação (Van Essen *et al.*, 2013). Eisenhardt (1989, p. 72) salientam que a teoria de agência proporciona uma perspetiva “única, realista e testável empiricamente” sobre os problemas de esforço cooperativo. Westphal e Graebner (2010) referem o incremento, nos anos precedentes, no número de estudos com enfoque na governação das sociedades desenvolvidos por académicos de múltiplas áreas, em particular da área financeira e da área estratégica, e que esse incremento beneficiou do desenvolvimento da teoria de agência na década de 80²⁸. No entanto, apesar de válida, a teoria não captura integralmente a complexidade das organizações, razão pela qual a introdução na análise de outras teorias e perspetivas é relevante. Davis *et al.* (1997) destacam que os pressupostos da teoria de agência (nomeadamente pela forma que descreve o comportamento humano) limitam a generalização dos resultados e, em particular, a divergência entre principal e agente pode não se verificar para todos os gestores.

2.2.2- Teoria de *stewardship*

Donaldson e Davis (1991) questionam o perfil tipificado sobre o comportamento dos gestores que decorre da teoria de agência e Davis *et al.* (1997) questionam a adequação universal dos pressupostos da teoria da agência. A teoria de *stewardship*²⁹, cuja origem está associada às áreas da sociologia e psicologia, providencia uma perspetiva alternativa sobre o comportamento e motivação dos gestores (Davis *et al.*, 1997) com implicações na forma como os mecanismos de governação das sociedades devem ser articulados para maximizar o desempenho. À luz desta teoria (Donaldson e Davis, 1991; Davis *et al.*, 1997; Muth e Donaldson, 1998) o comportamento dos gestores não se baseia exclusivamente em motivações associadas ao interesse pessoal de natureza financeira, relevando-se, entre outros, a importância do sentimento de realização, da satisfação associada à concretização de objetivos e da ética profissional (Muth e Donaldson, 1998). Donaldson e Davis (1991) sustentam, à luz da teoria de *stewardship*, que o gestor pretende

²⁷ O que incentiva a análise de sistemas alternativos de governação conducentes a idênticos resultados, em linha com Felício *et al.* (2016).

²⁸ No âmbito da investigação sobre governação das sociedades, um dos contributos mais citados a propósito da teoria de agência é o trabalho de Jensen e Meckling (1976), embora a teoria de agência preceda este trabalho (ver, por exemplo, Pepper e Gore, 2015).

²⁹ Não foi identificada uma tradução suficientemente apropriada para *stewardship* pelo que se optou por manter a designação em inglês.

concretizar bem o seu trabalho e salvaguardar (*steward*) adequadamente os ativos da empresa sem que tal dependa da motivação proporcionada pelo principal. Donaldson e Davis (1991) realçam ainda a importância do CEO dispor de condições estruturais para facilitar a sua ação e consideram que lhe devem ser proporcionadas expectativas claras e consistentes e, relativamente à gestão de topo, poder e autoridade para o desempenho das funções. Davis *et al.* (1997) salientam que a diferença entre a teoria de agência e a teoria de *stewardship* decorre dos diferentes pressupostos acerca da “natureza humana”, mas acentuam que as escolhas desenvolvidas no âmbito da teoria de *stewardship* dependem em larga medida da “confiança entre o principal e os gestores bem como dos riscos percecionados” (Davis *et al.*, 1997, p. 42). McNulty *et al.* (2013) realçam que esta teoria, considerando que não existem diferenças relativamente ao risco entre os gestores e os acionistas, preconiza que o conselho de administração estabeleça uma relação aberta e sustentada na colaboração e confiança com os gestores, contrariamente à teoria de agência que preconiza uma relação distante e independente³⁰.

No contexto da teoria de *stewardship* sobressai o natural alinhamento entre os comportamentos dos gestores e os interesses dos acionistas (Davis *et al.*, 1997), razão pela qual, conforme destacam Muth e Donaldson (1998), pode ser vantajoso deslocar o controlo dos acionistas para os gestores pois estes estarão melhor preparados para responder aos desafios decorrentes da crescente complexidade das organizações e, simultaneamente, para maximizarem o desempenho organizacional (perspetiva de *empowerment*) tirando proveito da experiência, competências específicas e conhecimento aprofundado sobre a empresa, as suas atividades e o meio envolvente.

Donaldson e Davis (1991), analisando a questão da dualidade do CEO, argumentam que a teoria de *stewardship* não se focaliza na motivação do CEO e que a concentração de funções conduzirá a retornos superiores para o acionista. A adoção de mecanismos de controlo, conforme advogado à luz da teoria da agência, poderá não ser adequada para concretizar os objetivos de desempenho ou defesa dos interesses dos acionistas pela limitação da proatividade e da motivação do CEO (Davis *et al.*, 1997) devendo as empresas, de acordo com Donaldson e Davis (1991), dispor de estruturas facilitadoras e proceder ao *empowerment* do CEO. Neste quadro, conforme salientam McNulty *et al.* (2013), a atividade do conselho de administração deve centrar-se no apoio à tomada de decisão. Muth e Donaldson (1998) acrescentam, ainda, que os gestores podem demonstrar um maior compromisso com a empresa mais do que determinados acionistas focalizados no desempenho de curto prazo, o que assume maior relevo em organizações onde interagem *stakeholders* e acionistas com interesses concorrentes³¹, levando os gestores a tomar decisões de acordo com o que “interpretam serem os melhores interesses do grupo” (Davis *et al.*, 1997, p. 25). Ao introduzir a teoria de *stewardship*, o objetivo declarado por

³⁰ Davis *et al.* (1997) também realçam o confronto entre as filosofias de gestão de orientação para o controlo (ênfase na separação das funções de decisão e controlo da função operacional) e de orientação para o envolvimento (ênfase no autocontrolo e autogestão não sendo necessária qualquer separação de funções) o que tem correspondência no papel do conselho de administração no quadro da teoria de agência e da teoria de *stewardship*.

³¹ O que, no caso da teoria de agência, já havia sido observado com a perspetiva da teoria de agência múltipla (“multiple agency theory”) (Arthurs *et al.*, 2008).

Donaldson e Davis (1991) é trazer para a análise a importância da ação do CEO, no quadro de uma estrutura organizacional apropriada, para a criação de valor para os acionistas.

Davis *et al.* (1997) consideram que os comportamentos consonantes com a teoria de *stewardship* conduzem a desempenho superior aos decorrentes da teoria de agência. Para fundamentar esta perspectiva apresentam uma análise da teoria de *stewardship* conjugada com a teoria de agência, colocando em relevo – com base na teoria dos jogos – quatro cenários possíveis de combinação das escolhas do principal e do gestor. Assumindo que o principal escolhe estabelecer uma relação do tipo agência ou do tipo *stewardship* e que o gestor pode decidir comportar-se como um agente ou como um *steward*, podem verificar-se os quatro cenários: *stewardship/steward*, agência/agente, agência/*steward* e *stewardship*/agente. Analisando cada um dos cenários, Davis *et al.* (1997) consideram que o cenário preferível é *stewardship/steward* por ser aquele que conduz à maximização da utilidade conjunta do principal e do gestor. No cenário agência/agente a questão centra-se na minimização de custos de agência, ao passo que, nos dois cenários remanescentes, se verificará uma primazia – por comportamento desviante de uma das partes (“atividades antagónicas adaptativas” ou comportamento oportunista do gestor) – de agência relativamente a *stewardship*. Assim, como salientam Davis *et al.* (1997), existindo um risco de desvio relativamente à solução que maximiza a utilidade individual, a solução que minimiza o risco é a solução agência/agente, razão que justifica, na perspectiva destes autores, o predomínio deste tipo de relações relativamente ao que consideram ideal.

As características do gestor e do contexto são determinantes para compreender a relação estabelecida entre o principal e o gestor (Davis *et al.*, 1997), nomeadamente os fatores de natureza psicológica (motivação, identificação e uso do poder) e fatores situacionais (filosofia de gestão, incluindo a orientação para o risco, o período temporal e objetivos, e cultura, subdividida em individualismo/coletivismo e distância do poder). Os fatores situacionais podem, ao longo do tempo, exercer um efeito direto sobre os fatores psicológicos. Quando principal e gestor coincidem na relação agência/agente e *stewardship/steward*, de acordo com Davis *et al.* (1997), a relação concretiza as expectativas de ambos. Ainda a propósito dos fatores de natureza psicológica, Davis *et al.* (1997) identificam as diferenças entre as teorias, salientando a natureza exógena e quantificável da motivação, a atribuição de responsabilidades, em caso de falha, a fatores externos e a prevalência do poder de base institucional no caso da teoria de agência, e a natureza intrínseca da motivação, a organização enquanto extensão do gestor e o poder pessoal na base das relações no caso da teoria de *stewardship*. Um outro aspeto de relevo que Davis *et al.* (1997) consideram na análise é a importância do tempo na relação entre principal e gestor. Donaldson e Davis (1991, p. 51) consideram que a antiguidade na empresa promove uma aproximação entre o “ego individual” e a empresa, o que permite a identificação da “auto-estima individual com o prestígio empresarial”.

Davis *et al.* (1997) destacam que a teoria de *stewardship* é recente e que a respetiva contribuição teórica não foi ainda adequadamente estabelecida, embora considerem tratar-se de teoria em crescimento. Adicionalmente, salientam que, no curto prazo, as abordagens baseadas no controlo (agência) podem produzir melhores resultados mas que,

no longo prazo, essas abordagens são menos viáveis. Donaldson e Davis (1991) assumem que a questão pode não estar centrada em saber qual das teorias é mais válida, mas em compreender em que condições cada uma será mais apropriada.

2.2.3- Recursos organizacionais

Múltiplos autores (Muth e Donaldson, 1998; Barney *et al.*, 2001; Hillman *et al.*, 2009; Van Essen *et al.*, 2013) têm evidenciado a importância de incluir na investigação sobre governação das sociedades outros contributos teóricos que permitam compreender melhor o impacto dos mecanismos de governação e, mais especificamente, dos conselhos de administração. Van Essen *et al.* (2013) salientam que os conselhos de administração, tendo como principal função a monitorização da gestão³², podem acrescentar valor através do aconselhamento aos gestores e do apoio na identificação e acesso a recursos escassos. Muth e Donaldson (1998), referindo-se explicitamente à teoria da dependência de recursos, destacam o papel dos conselhos de administração na relação com o ambiente externo e salientam a importância dos administradores externos e outros mecanismos que contribuam, por exemplo, para a obtenção mais atempada de informação, com implicações na atividade e resultados das empresas. Neste âmbito, assume relevo a prática de interligação (“interlocking”) entre conselhos de administração que, em consequência das maiores exigências e consequente menor número de conselhos de administração em que cada administrador tem assento, tem vindo a decrescer (Monks e Minow, 2008).

Hillman *et al.* (2009) consideram que a teoria da dependência de recursos, como tem acontecido com outras teorias, pode ser integrada com a teoria de agência na investigação centrada nos conselhos de administração. Barney *et al.* (2001), por seu lado, destacam o potencial da investigação focada na interação entre a perspectiva baseada em recursos e a teoria de agência no quadro da governação das sociedades. Hoopes *et al.* (2003) salientam que é comum a interligação da perspectiva baseada em recursos com outras teorias, mas que existe grande variação na forma como os recursos e capacidades são medidos. Makadok (2003) destaca o carácter inovador da investigação que combina a perspectiva baseada nos recursos com a teoria de agência. A propósito da distinção entre a teoria da dependência de recursos e a perspectiva baseada em recursos, Hillman *et al.* (2009) realçam a utilidade da análise integrada destas duas óticas³³, por serem complementares na forma como analisam os recursos das organizações, conciliando a lógica interna de identificação das necessidades de recursos e a lógica externa de obtenção desses recursos.

³² Dalton *et al.* (1998), numa posição mais moderada, referem que a monitorização é apenas uma das principais obrigações dos conselhos de administração, mas também realçam o papel dos conselhos de administração no acesso a recursos e no aconselhamento. Srivastav e Hagendorff (2016) salientam, no entanto, a dificuldade em observar as atividades de monitorização e aconselhamento desenvolvidas pelos conselhos de administração.

³³ Apesar de não ser consensual, vários autores, como é o caso de Hillman *et al.* (2009), Franco-Santos *et al.* (2012) e Koufteros *et al.* (2014), referem-se à perspectiva baseada em recursos como uma teoria. Outros autores mantêm que se trata apenas de uma perspectiva. Barney (1991) refere-se ao modelo baseado em recursos e, em 2001 (Barney, 2001), admite a possibilidade de vir a ser desenvolvida uma teoria unificadora das vantagens competitivas baseadas em recursos.

Barney (1991) também identifica um campo de complementaridades entre o que designa como modelos ambientais de vantagem competitiva, que procuram isolar os atributos das empresas que atuam no âmbito das oportunidades e/ou ameaças, e a perspectiva baseada em recursos, que se centra em quais as características adicionais necessárias para que as vantagens competitivas sejam sustentáveis. Neste quadro, pelo complemento específico para analisar a constituição e funcionamento dos conselhos de administração, a teoria da dependência de recursos (Pfeffer e Salancik, 1978) e a perspectiva baseada em recursos (Barney, 1991) são aprofundadas nas secções seguintes.

2.2.3.1- Teoria da dependência de recursos

O comportamento das organizações, de acordo com Pfeffer e Salancik (1978), é influenciado e deve ser interpretado à luz da “ecologia”, ou seja, o contexto ou ambiente do qual as organizações dependem para obtenção de recursos indispensáveis ao desenvolvimento da sua atividade. Nesta perspectiva, a sobrevivência das organizações não depende apenas da eficiência³⁴ ou ajustamentos internos, devendo considerar-se também a capacidade de ajustamento e convivência com o ambiente, nomeadamente com outras organizações com as quais se estabelecem transações³⁵ para aceder aos recursos. Hillman *et al.* (2009) destacam que o comportamento dessas organizações é incerto e que a teoria da dependência de recursos tem sido utilizada com vista à redução da interdependência e incerteza decorrentes do ambiente. Murray *et al.* (2005) salientam que esta teoria se centra na forma como as empresas se devem organizar, atendendo às implicações decorrentes dos fatores ambientais, para que possam estar no mercado com outras e reduzir as ameaças através da gestão das incertezas, enquanto que Muth e Donaldson (1998) referem que, à luz desta teoria, as organizações procuram controlar o ambiente em que desenvolvem a sua atividade através da cooptação dos recursos que necessitam para a sua sobrevivência.

Para fazer face às contingências decorrentes do ambiente, as empresas podem apostar em múltiplas estratégias baseadas em fusões ou integração vertical, *joint ventures* ou outras formas de relacionamento interorganizacional, no conselho de administração, na ação política e, finalmente, na sucessão dos executivos (Pfeffer e Salancik, 1978; Hillman *et al.*, 2009). Hillman *et al.* (2009) reconhecem, no entanto, que as estratégias baseadas na ação política³⁶ e na sucessão dos executivos têm recebido pouca atenção. Para além da

³⁴ Pfeffer e Salancik (1978) acentuam, complementarmente, a importância da eficácia organizacional (para a qual é central obter e manter recursos) relativamente à eficiência organizacional.

³⁵ Pfeffer e Salancik (1978) referem que as transações estabelecidas podem envolver dinheiro, recursos físicos, informação ou legitimidade social.

³⁶ A propósito da ação política, Hillman *et al.* (2009) referem-se explicitamente à relação das empresas com os governos, considerando que a ação política é mais relevante quando existe maior dependência dos governos (em termos de contratação pública), maior variedade de interesses nas diferentes agências governamentais e decisores políticos e em setores mais regulados. Neste quadro, justificando-se as opções tomadas por algumas empresas no sentido de integrar nos seus conselhos de administração ex-governantes. Adicionalmente, também salientam o melhor desempenho de empresas que viram alguns dos seus ex-administradores transitar para posições em governos.

diminuição da dependência de outras organizações para a obtenção de recursos críticos, Murray *et al.* (2005, p. 190) destacam a importância da empresa ajustar as suas “fronteiras para gerir as incertezas ambientais”. Pfeffer e Salancik (1978), no entanto, referem que o que é crítico não é a dependência face a outras organizações, mas as mudanças no ambiente que possam afetar a disponibilidade dos recursos, por exemplo, pela entrada ou saída de outras organizações.

Na perspetiva da teoria da dependência de recursos, a gestão, embora limitada pelo contexto, pode reduzir a incerteza e dependência ambientais através do controlo sobre os recursos vitais, influenciando a relação de poder estabelecida entre a empresa e outras organizações, diminuindo a sua dependência e aumentando a dependência de outras³⁷ (Hillman *et al.*, 2009). Pfeffer e Salancik (1978) também assumem que as limitações decorrentes do ambiente podem ser reversíveis, mas destacam que os indivíduos têm uma capacidade limitada para influenciar as organizações e o seu sucesso pois cada indivíduo, mesmos os líderes, são limitados nas suas ações. Porém, reconhecem que os gestores, nomeadamente os que estão ao nível da administração, assumem um papel simbólico personificando a organização e podem contribuir para que a organização altere o ambiente de forma a assegurar maior estabilidade ou facilidade no acesso a recursos. Os gestores também podem proceder aos ajustamentos na organização que permitam fazer face às características do ambiente. Em ambos os casos está subjacente a orientação externa para compreender as organizações e o seu funcionamento.

Hillman *et al.* (2009) tratam a relação entre a teoria da dependência de recursos e a governação das sociedades, em particular centrada nos conselhos de administração. Embora reconheçam o domínio da teoria de agência, sustentam que a evidência empírica sugere que a teoria da dependência de recursos³⁸ é mais apropriada para compreender os conselhos de administração através da sua capacidade para fornecer à empresa recursos críticos. Nesta aceção, a constituição dos conselhos de administração surge como resposta ao ambiente externo devendo os recursos proporcionados pelos administradores estar alinhados com as necessidades das empresas, embora, como Hillman *et al.* (2009) têm o cuidado de salientar, outros fatores como a estratégia e o desempenho prévio influenciem também a constituição dos conselhos de administração. Pfeffer e Salancik (1978), a propósito da constituição dos conselhos de administração, salientam o papel dos conselhos de administração interligados (*interlocking*) como instrumento de ligação entre organizações e propiciador de relações estáveis, realçando que esta abordagem se integra numa mais ampla de cooptação de administradores externos para acesso a recursos, informação e a outras organizações, mas também para conceder legitimidade à organização, o que também ocorre através da representação de *stakeholders* no conselho de administração (Luoma e Goodstein, 1999).

³⁷ A dependência de uma organização relativamente a outra depende, de acordo com Pfeffer e Salancik (1978), da importância do recurso. Essa importância pode advir do peso global que tem na atividade da empresa, do seu relevo, da capacidade do fornecedor determinar a disponibilidade no mercado, das alternativas existentes ou, ainda, do controlo sobre o recurso por parte do fornecedor.

³⁸ Hillman *et al.* (2009) atribuem grande relevo à teoria da dependência de recursos, que consideram ser uma das teorias mais influentes no âmbito da teoria organizacional e da gestão estratégica, por ter colocado em evidência que as empresas são sistemas abertos que dependem do ambiente externo.

Apesar do suporte teórico existente, Hillman *et al.* (2009) reconhecem que tem havido lacunas no interesse na teoria da dependência de recursos, o que evidencia uma oportunidade para o seu desenvolvimento, refinamento e aplicação. Estes autores sugerem a utilização conjunta da teoria da dependência de recursos com a teoria de agência, o que permite admitir que os conselhos de administração possam desenvolver cumulativamente duas funções, a monitorização na perspectiva da teoria de agência e a obtenção de recursos na perspectiva da teoria da dependência de recursos. Persiste, no entanto, espaço para a utilização da teoria da dependência de recursos em articulação com outras, o que permitiria abordar outras questões, nomeadamente a suscitada por Pfeffer e Salancik (1978) acerca da avaliação distinta da organização realizada por diferentes pessoas, grupos ou organizações e que pode resultar em exigências incompatíveis (que serão crescentes com a dimensão da organização), devendo a organização assumir opções e prioridades, sendo certo que daí resultarão conflitos que, no limite, podem condicionar a sua sobrevivência.

2.2.3.2- Perspetiva baseada em recursos

A perspetiva baseada em recursos ou, mais precisamente, a “perspetiva da vantagem competitiva baseada em recursos” (Barney, 1991, p. 110) ou, ainda, a “perspetiva sobre as origens da vantagem competitiva baseada em recursos” (Hoopes *et al.*, 2003, p. 889), centra-se nos recursos que propiciam o desenvolvimento de vantagens competitivas. Franco-Santos *et al.* (2012, p. 98) considera que, neste âmbito, as empresas são vistas como agrupamentos de recursos e que, para alcançar vantagens competitivas, esses recursos devem ser “valiosos³⁹, raros, inimitáveis e não substituíveis”. Barney *et al.* (2001) destacam a importância desta perspetiva e consideram que se trata do quadro conceptual mais importante para compreender a gestão estratégica⁴⁰. No entanto, apesar da popularidade no âmbito da estratégia empresarial, Hoopes *et al.* (2003) consideram que falta consenso quanto aos assuntos e premissas básicos dificultam a discussão sobre a perspetiva baseada em recursos, acrescentando, ainda, que alguns autores distinguem entre recursos (ativos observáveis, valorizáveis e transacionáveis) e capacidades (para além de não serem observáveis nem valorizáveis, apenas são transacionáveis enquanto parte de um conjunto). Barney (1991) não relewa a distinção entre recursos e capacidades, assumindo que os recursos das empresas englobam ativos, capacidades, processos, conhecimento, etc. que permitem a conceção e implementação de estratégias, agrupando-os em recursos de capital físico, recursos de capital humano e recursos de capital organizacional. Porém, em contrapartida, salienta a diferença entre recursos e atributos com base no seu contributo, negativo, positivo ou nulo para a definição e implementação de estratégias geradoras de valor. Assim, constituem recursos os ativos que apresentam um contributo positivo para a implementação de estratégias geradoras de valor, ou de outra forma, que melhoram a eficiência ou a eficácia das empresas. Ao fazer esta

³⁹ No sentido de permitirem explorar oportunidades ou neutralizar ameaças.

⁴⁰ Reconhecendo, no entanto, que Barney (1991) apenas posicionou a perspetiva baseada em recursos relativamente ao modelo estrutura-conduta-desempenho, enquanto que Barney (2001) acrescenta a referência à microeconomia neoclássica e à economia evolucionária.

distinção, Barney (1991) coloca em evidência que os atributos, mesmo que sejam raros, inimitáveis e não-substituíveis, só se tornam recursos se permitirem à empresa atuar nas oportunidades e ameaças⁴¹ decorrentes do seu ambiente. Adicionalmente, Barney (1991) admite que as vantagens competitivas sustentáveis podem resultar de múltiplos recursos isoladamente mas também da combinação entre recursos.

A presença de vantagens competitivas permite compreender as diferenças no desempenho entre empresas do mesmo setor ao longo do tempo (Hoopes *et al.*, 2003), atendendo a que os recursos não são distribuídos de forma homogênea pelas empresas, que as empresas dispõem de combinações distintas de recursos e que essas diferenças são estáveis ao longo do tempo (Barney, 1991). As diferenças no desempenho das empresas podem, no entanto, ser obtidas de outras formas (por exemplo, a localização) (Hoopes *et al.*, 2003). No quadro das vantagens competitivas sobressaem as vantagens competitivas sustentáveis que, de acordo com Barney (1991), estão associadas a estratégias geradoras de valor não replicáveis por outras empresas e que não estão disponíveis para aquisição devendo, portanto, ser identificadas nos recursos e capacidades controlados pelas empresas. Neste âmbito, Hoopes *et al.* (2003) consideram que a raridade dos recursos é a característica menos importante e referem-se à sua inimitabilidade como condição para alcançar níveis de desempenho superiores, salientando que a inimitabilidade se pode assegurar através de direitos de propriedade, custos de aprendizagem e desenvolvimento e ambiguidade causal. Na mesma linha, Murray *et al.* (2005) salientam que os recursos cujos custos de replicação são elevados permitem gerar rendimentos e melhor desempenho para as empresas, constituindo-se como fontes de vantagem competitiva.

No que se refere à articulação entre a perspectiva baseada nos recursos e a governação das sociedades, Barney *et al.* (2001) procuram identificar de que forma a governação das sociedades pode constituir uma fonte de vantagem competitiva sustentável, argumentando que, em geral, a simples adoção de boas práticas não será, só por si, fonte de vantagem competitiva, embora algumas empresas possam demonstrar maior capacidade na forma como adotam mecanismos de governação do que outras. Mesmo admitindo a existência de relação positiva, Schmidt e Brauer (2006) salientam que a vantagem competitiva obtida através de estruturas de governação superiores terá, necessariamente, uma natureza temporária extinguindo-se assim que as outras empresas passem a adotar essas mesmas estruturas de governação. No entanto, o fracasso na implementação do sistema de governação apropriado pode limitar a capacidade da empresa concretizar os benefícios decorrentes dos recursos que controla pois, mesmo na presença dos recursos necessários, a criação de uma vantagem competitiva sustentável requer que o sistema de governação assegure o incentivo e/ou monitorização necessários para o desenvolvimento das “ações relevantes” (Barney *et al.*, 2001). Em complemento, Makadok (2003) alerta para a importância da apropriação dos rendimentos gerados pelos recursos (seja em resultado da remuneração contingente ou distribuição posterior),

⁴¹ Barney (1991), partindo do referencial da análise SWOT (forças, fraquezas, oportunidades e ameaças), coloca o modelo baseado nos recursos no quadrante SW (análise interna) e os modelos ambientais das vantagens competitivas no quadrante OT (análise externa). As vantagens competitivas sustentáveis resultam de estratégias que, simultaneamente, abordam estas 4 componentes.

sugerindo que a investigação sobre as vantagens competitivas deve considerar simultaneamente a temática da governação.

Na perspetiva de Makadok (2003), que questiona a ausência de considerações sobre a governação no trabalho inicial de Barney (1991), o limite máximo do desempenho é determinado pelas competências⁴² (recursos) e a governação permite perceber se esse limite é alcançado ou não ou, noutra perspetiva, o sistema de governação determina em que medida o desempenho da empresa se afasta do seu limite máximo atendendo às competências que tem à sua disposição. Por outro lado, as melhorias simultâneas nos dois domínios gerarão um efeito sinérgico superando a soma dos efeitos individuais⁴³. Numa empresa com governação fraca, as competências perdem capacidade para gerar valor⁴⁴. A análise conjunta da governação das sociedades e a perspetiva das competências (recursos), no entendimento de Makadok (2003), implica uma forma diferente de perceber a atividade desenvolvida pelas empresas, podendo resultar distintas conclusões e expectativas quanto às implicações das diferentes variáveis em análise e, no limite, algumas opções que, à luz da perspetiva das competências (recursos), são relevantes para construir vantagens competitivas sustentáveis, mas à luz da governação das sociedades podem suscitar problemas de governação acrescidos, por exemplo, em termos da apropriação dos rendimentos gerados⁴⁵. Neste quadro, a compatibilização da governação com a criação de vantagens competitivas é, no entender de Makadok (2003), uma área ainda a aprofundar dada a escassez de trabalhos neste âmbito.

⁴² Makadok (2003) tende a referir-se a competências e não a recursos considerando, inclusivamente, que a boa governação pode constituir uma competência e, por essa via, ser uma fonte de vantagem competitiva sustentável.

⁴³ Makadok (2003) considera que as empresas que apresentam melhor desempenho são, em geral, fora do vulgar em termos das competências e da governação (ou seja, conciliando os dois tipos de teorias que identificam no âmbito da gestão estratégica, nomeadamente as baseadas na governação, caso da teoria de agência, e as baseadas nas competências, caso da perspetiva baseada em recursos), ilustrando a sua argumentação com os exemplos da Microsoft, Wal-Mart, Crown Cork & Seal e Vanguard Group.

⁴⁴ O que interliga com o trabalho de Felício *et al.* (2016) a propósito da existência de condições necessárias e suficientes no âmbito da governação das sociedades.

⁴⁵ Makadok (2003) apresenta também o caso concreto da informação privada. Por um lado, se na ótica da perspetiva baseada em recursos pode ser benéfico para os acionistas que os gestores disponham de informação privada por poder constituir uma fonte de vantagem competitiva, na ótica da teoria de agência tal é revelador de um problema de agência – assimetria de informação – que aumenta os custos de agência. A esta situação, o autor atribui a designação de “paradoxo da informação privada”. Note-se, no entanto, que o autor, por não considerar a teoria de *stewardship* acaba por não equacionar a possível coincidência entre os benefícios na lógica das vantagens competitivas com vantagens na lógica da boa governação (*empowerment*). Implicitamente acaba por o fazer ao assumir que as empresas com desempenho muito elevado têm líderes com elevada competência que, de forma sistemática, colocam “os melhores interesses da empresa à frente dos seus próprios melhores interesses pessoais” (Makadok, 2003, p. 1053).

2.2.4- Outras teorias

Para além dos contributos teóricos identificados nas secções anteriores, em resultado da literatura analisada, reconhece-se a existência de outras teorias que são associadas à governação das sociedades com o propósito de identificar perspetivas distintas sobre as relações estabelecidas no âmbito das organizações ou para analisar em maior detalhe alguns dos aspetos da governação das sociedades. Atendendo aos objetivos do presente trabalho, não foram consideradas centrais mas, ainda assim, considera-se importante a sua identificação com vista à realização de outros trabalhos de investigação. Salienta-se, de forma não exaustiva, a teoria do *stakeholder*, a teoria contingencial, a teoria comportamental e a teoria de torneio⁴⁶.

A teoria de agência, centrada na relação entre principal e agente, na perspetiva de Wearing (2005) reduz a principal motivação das empresas à maximização do lucro e, em contraste, no quadro da teoria do *stakeholder* assume-se que a empresa não poderá concretizar a maximização do seu valor se não tiver em consideração o interesse dos seus *stakeholders*⁴⁷. Pressupõe-se, neste quadro, a existência de um conflito entre os interesses dos acionistas e os interesses dos restantes *stakeholders*. A teoria do *stakeholder*, que tem vindo a ser tratada no âmbito da governação das sociedades desde o início da década de 1980 (Luoma e Goodstein, 1999)⁴⁸, para além de focar a questão do desempenho, seja na perspetiva da maximização do lucro ou do valor da empresa anteriormente referidos, também tem implicações em termos da análise do risco, conforme salientam Srivastav e Hagendorff (2016) a propósito do setor bancário (atribuindo particular relevo ao papel dos contribuintes por via das garantias concedidas ao setor). A este propósito, Wearing (2005) refere-se à possibilidade que os acionistas têm para diversificar os seus investimentos para reduzir o risco, o que não acontece com outros *stakeholders*, nomeadamente, os trabalhadores que investem todo o seu capital (capital humano) na empresa sem disporem de idêntica oportunidade de diversificação. Hillman *et al.* (2009), por seu lado, colocam em relevo as similitudes da teoria de *stakeholder* com a teoria da dependência de recursos na medida em que ambas relevam a interdependência da empresa com contingências, neste caso os *stakeholders*, internas e externas.

⁴⁶ Uma outra perspetiva de análise enfatizada por Hillman *et al.* (2009) prende-se com a articulação entre a teoria da dependência de recursos e o ciclo de vida da empresa, sendo os benefícios decorrentes de determinados perfis de administradores dependentes da fase do ciclo de vida em que se encontra a empresa. Kim *et al.* (2009), a propósito do envolvimento dos conselhos de administração na estratégia das empresas, referem-se à teoria da hegemonia dos gestores.

⁴⁷ Monks e Minow (2008, p. 4) consideram que o gestor deve estar focado na criação de valor para o acionista mas, também reconhecem, que o deve fazer de forma “a minimizar a externalização dos seus [da empresa] custos para a sociedade” e elencam (Monks e Minow, 2008, p. 9) que as empresas se relacionam com os seus “administradores, gestores, empregados, acionistas, clientes, credores, fornecedores, bem como os membros da comunidade e do governo” e que estes “constituintes” também se relacionam entre si, sendo que estas relações (dos constituintes com a empresa e entre os constituintes) são o objeto de estudo na investigação sobre governação das sociedades.

⁴⁸ Luoma e Goodstein (1999) realçam a complementaridade entre a teoria do *stakeholder* e a teoria institucional que também apresenta contributos no âmbito da governação das sociedades.

A teoria contingencial, apesar das críticas, conforme reconhecem Kim *et al.* (2009), tem permitido a contextualização do trabalho desenvolvido por diversos investigadores⁴⁹. No quadro desta teoria assume-se que podem existir várias trajetórias que permitam a concretização dos objetivos organizacionais (o que, por exemplo, é também investigado por Felício *et al.*, 2016, embora não se refiram explicitamente a esta teoria), dependendo de contingências específicas internas ou externas, como a “orientação estratégica” ou a “incerteza ambiental” (Franco-Santos *et al.*, 2012, p. 98). Neste âmbito, conforme realçam Kim *et al.* (2009), sobressai a adequação entre a estratégia e a estrutura organizacional e entre a estrutura organizacional e o ambiente (alinhamentos interno e externo, respetivamente). Assim, mais do que apreciar comportamentos homogéneos e o seu impacto no desempenho, importa verificar em que medida o ajustamento de determinada configuração do conselho de administração ou de outras estruturas de governação tem sucesso ao longo do tempo e influencia o desempenho organizacional.

A teoria comportamental e a teoria de torneio, no quadro da governação das sociedades, têm aplicação na interpretação da remuneração dos membros dos conselhos de administração e, especialmente, com relevo para os administradores executivos, nomeadamente o CEO. Conforme referido previamente, à luz da teoria de agência pressupõe-se que é possível assegurar o alinhamento de interesses entre o CEO e os acionistas por intermédio dos incentivos de natureza financeira, incluindo uma componente dependente do desempenho (embora, à luz da teoria de *stewardship*, a remuneração fixa seja preferível). No quadro da teoria comportamental, a existência de diferenças pequenas entre a remuneração dos CEO e os restantes administradores com funções executivas ou restante equipa de gestão estimula a colaboração e necessária coordenação, conduzindo a níveis de desempenho superior (Vieito, 2012). A teoria de torneio, por seu lado, focaliza a análise na competição interna para o lugar de CEO. Kale *et al.* (2009) destacam o papel desta teoria para compreender o esforço desenvolvido pela equipa de gestão que, conjuntamente com o CEO, desenvolvem a administração executiva da empresa. Neste quadro, o acréscimo esperado na remuneração leva os membros da equipa de gestão com aspiração a serem o próximo CEO a desenvolver maior esforço e, conseqüentemente, contribuem para melhorar o desempenho da empresa. Em consonância, Vieito (2012) salienta que a existência de um diferencial relevante entre a remuneração dos CEO e dos restantes membros da comissão executiva suscita competição acrescida entre estes (tentando ser o próximo CEO) e que daí resultam melhorias no desempenho da empresa (embora esta questão possa ser generalizável a todos os níveis hierárquicos). Ainda de acordo com Kale *et al.* (2009), comparativamente a outros incentivos baseados no desempenho, nomeadamente de natureza financeira, os incentivos baseados no torneio com vista à promoção (*promotion-based tournament incentives*) não têm recebido a mesma atenção. Na análise das implicações deste tipo de incentivos devem ser considerados o diferencial remuneratório e a probabilidade da promoção (por exemplo, decresce se a empresa estiver disponível para contratar um CEO externo e é baixo quando uma empresa acaba de contratar um novo CEO, ou seja, a probabilidade de substituição é também baixa). Assim, o retorno (*payoff*) esperado, de

⁴⁹ Van Essen *et al.* (2013), por exemplo, enquadram a sua investigação no âmbito das abordagens contingenciais no estudo comparativo da governação das sociedades.

acordo com Kale *et al.* (2009), corresponde ao produto do prêmio (diferencial de remuneração) e a probabilidade de promoção.

2.3- Mecanismos de governação

Num quadro de separação entre propriedade e gestão, os proprietários continuam a poder relacionar-se com as empresas através do sistema de governação⁵⁰, consubstanciado na articulação⁵¹ de um conjunto de mecanismos de governação, que permite acompanhar, controlar e/ou influenciar a gestão das empresas, nomeadamente os gestores seniores e outros internos (Srivastav e Hagendorff, 2016). Na perspetiva de Shleifer e Vishny (1997, p. 738), os “mecanismos de governação são instituições económicas e legais que podem ser alteradas através do processo político”. Os mecanismos de governação podem ser internos (Wintoki *et al.*, 2012) ou externos (ex. aquisições, desinvestimentos e ajustamentos na estrutura acionista), mas os mecanismos internos são geralmente preferíveis atendendo aos custos (em termos da utilidade dos principais) decorrentes dos mecanismos externos (Davis *et al.*, 1997). Não obstante, é possível organizar os mecanismos de governação das sociedades de forma mais detalhada como fazem, entre outros, Van Essen *et al.* (2013) que consideram quatro agrupamentos, nomeadamente, a “concentração e identidade acionista”, a “estrutura e composição do conselho de administração”, a “compensação baseada em incentivos de elevada potência”⁵² e a “governação institucional ao nível do país”⁵³. Numa perspetiva mais ampla, Börsch-Supan e Köke (2002) referem-se à importância de dispor de dados sobre a propriedade, finanças, estrutura do conselho de administração, competição e aquisições (*takeovers*), o que colocando em relevo mecanismos distintos com capacidade de influenciar a governação da empresa, nomeadamente os que decorrem da estrutura do endividamento (de forma simplificada também considerada por Larcker *et al.*, 2007, Pathan, 2009, Renders e Gaeremynck, 2012 e Van Essen *et al.* (2013), como variáveis de controlo) e da dinâmica do mercado que não é explicitamente considerado por Van Essen *et al.* (2013).

⁵⁰ Shleifer e Vishny (1997) caracterizam detalhadamente 3 sistemas de governação, nomeadamente o sistema vigente nos EUA, o sistema vigente na Alemanha e o sistema vigente no Japão, com diferentes níveis de proteção aos investidores e diferentes níveis de concentração acionistas. Salientam, no entanto, que existem pressões para convergência entre os sistemas. Börsch-Supan e Köke (2002), por seu lado, referem-se ao modelo de governação do “Reno”, ou seja, centrado na Alemanha e na França, e o modelo de governação Anglo-Americano, como os modelos dominantes e em confronto.

⁵¹ Bhagat e Jefferis (2002) referem que os mecanismos podem ser articulados entre si, complementando-se para a concretização de determinados objetivos, mas também podem ser substitutos, o que implica que poderia ser possível encontrar diferentes combinações dos mecanismos conducentes aos mesmos resultados (equifinalidade). Shleifer e Vishny (1997) referem que um bom sistema de governação deve assegurar a proteção legal dos investidores e alguma concentração acionista (ou seja, devem estar associados).

⁵² No original “high-powered incentive compensation” referindo-se a incentivos como opções de ações e remuneração variável com o propósito de alinhar os interesses dos acionistas e da gestão (Van Essen *et al.*, 2013, p. 204).

⁵³ No original “country-level governance institutions” com o propósito de capturar as características do país que possam ter repercussões ao nível de conflitos entre principais, por exemplo, ao nível da proteção legal (Van Essen *et al.*, 2013, p. 204).

Os mecanismos de governação adotados pelas empresas, em geral, são caracterizados pela estabilidade, conforme salientam Larcker *et al.* (2007) a propósito dos mecanismos anti-aquisição, dos direitos dos acionistas, da dimensão do conselho de administração e também da dimensão e composição das comissões de auditoria e remuneração.

A importância dos mecanismos de governação também se estende aos códigos e recomendações de boas práticas de governação das sociedades (por exemplo “Os princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”⁵⁴, o “relatório Cadbury”⁵⁵ no Reino Unido, o “Sarbanes-Oxley Act” nos EUA e, no caso português, as “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”) que, em geral, estão orientados para as empresas cotadas em bolsa, mas também são aplicáveis a outro tipo de organizações⁵⁶. Nos códigos e recomendações sobressaem, conforme realçam Schmidt e Brauer (2006), as observações referentes à composição dos conselhos de administração, às estruturas de propriedade, à percentagem de administradores executivos no conselho de administração, às comissões existentes e aos planos de remuneração. No entanto, Larcker *et al.* (2007) consideram que, apesar da importância da governação das sociedades, os pressupostos e convicções que suportam a elaboração dos códigos e recomendações de boas práticas carecem de validação, embora os próprios acabem por classificar os fatores de governação em bons e maus⁵⁷ o que, à luz da existência de relações não lineares (Kim *et al.*, 2009) também é discutível.

A adoção de determinadas recomendações sobre a governação das sociedades, principalmente quando feita de forma voluntária, pode ter o propósito de legitimação (Schmidt e Brauer, 2006). Westphal e Graebner (2010), na mesma linha, sugerem que a adoção de alguns mecanismos de governação é uma questão de “aparências”, ou seja, uma forma de criar, junto dos *stakeholders*, a impressão (através de ações e comunicações) de que existe um controlo efetivo do conselho de administração sobre as atividades da gestão. Na perspetiva destes autores, esta argumentação aplica-se especificamente à questão da remuneração, mas também a aspetos relacionados com a monitorização e controlo da gestão exercida pelo conselho de administração. Assim, os mecanismos de governação podem ser utilizados para sinalizar o comportamento da empresa, podendo o sinal corresponder ou não à efetiva resolução dos problemas subjacentes⁵⁸. Westphal e Graebner (2010) argumentam complementarmente que, num

⁵⁴ Algumas instituições e autores optam por traduzir “corporate governance” como “governo das sociedades”. Neste trabalho optou-se pela tradução “governação das sociedades”.

⁵⁵ Atualmente, após outras contribuições, é aplicado o “Código Combinado” às empresas cotadas na Bolsa de Valores de Londres.

⁵⁶ Embora também existam códigos e recomendações específicas para empresas não cotadas, por exemplo, aplicáveis a empresas públicas ou a PME's.

⁵⁷ No contexto específico do trabalho que desenvolvem, Larcker *et al.* (2007) consideram que os fatores “dimensão do conselho de administração”, “afiliados”, “seleção interna”, “poder interno”, “anti-aquisição I” e “anti-aquisição II” como crescentes em “má governação”, enquanto que “ativo”, “bloco”, “reuniões”, “endividamento” e “administrador principal” são crescentes em “boa governação”.

⁵⁸ O que está em linha com as reservas de Bhagat e Jefferis (2002) quanto ao impacto da independência dos administradores no desempenho que, na sua opinião, é baixo e pode dever-se em maior medida ao efeito de sinalização do que à efetiva capacidade de corrigir problemas ao nível da governação das empresas.

quadro de liderança forte, as apreciações negativas por parte de analistas especializados podem conduzir a ajustamentos ao nível do conselho de administração que possam ser interpretados como reforço da capacidade de monitorização sem que, de facto, tal aconteça. Além disso, conforme argumentam Kim *et al.* (2009), existe uma potencial disfunção resultante da adoção de um modelo único para todas as empresas quando, na realidade, questões de contexto podem suscitar a necessidade de adoção de modelos ou sistemas diferenciados de governação.

Em consequência destas perspetivas surge uma limitação para a investigação sobre a governação das sociedades pois, quando todas as empresas adotam os mesmos “padrões estruturais”, torna-se mais difícil diferenciar as práticas “eficazes” das que não o são, prevalecendo dúvidas acerca do impacto dos diferentes mecanismos no funcionamento dos conselhos de administração (Schmidt e Brauer, 2006). Para ultrapassar esta limitação, Schmidt e Brauer (2006) sugerem que a investigação se centre em questões alternativas, nomeadamente, na forma como os conselhos de administração são dirigidos, como se relacionam com a comissão executiva (representando a gestão de topo) e que influência têm nas questões de natureza estratégica, nomeadamente na sua formulação e execução. Para além desta limitação, a propósito da relação entre propriedade e desempenho, Li e Simerly (1998) sustentam que a inconsistência nos resultados prévios se deve aos diferentes indicadores utilizados para estudar a relação, tanto nos indicadores de propriedade como nos de desempenho, e acrescentam que a falta de consideração de variáveis de contexto, nomeadamente o dinamismo ambiental, também concorre para as inconsistências nos estudos prévios. Com base nestes contributos, compreende-se que os resultados obtidos sobre as implicações no desempenho conduzam a resultados divergentes (Ho, 2005; Larcker *et al.*, 2007; Renders e Gaeremynck, 2012), embora seja consensual⁵⁹ a influência dos mecanismos de governação no desempenho (Bebchuk *et al.*, 2009).

No quadro da investigação sobre governação das sociedades, diversos autores focam apenas um ou poucos mecanismos de governação (Andres *et al.*, 2005; Hu e Izumida, 2008; Guest, 2009) enquanto outros procuram uma visão mais integrada e a construção de índices ou factores (Larcker *et al.*, 2007; Bebchuk *et al.*, 2009; Aggarwal *et al.*, 2009; Adjaoud e Ben-Amar, 2010) para sistematizar diversas variáveis e caracterizar os efeitos no desempenho. Não obstante, de acordo com Bhagat e Bolton (2008), é possível que variáveis isoladas referentes ao conselho de administração sejam medidas apropriadas para caracterização da governação das sociedades, com a potencial vantagem de redução de erros de medida. Autores como Aggarwal *et al.* (2009) e Adjaoud e Ben-Amar (2010) utilizam nos seus trabalhos índices de governação das sociedades construídos por terceiros sendo, no entanto, necessário ter em consideração o peso de cada variável na construção dos índices (Bhagat e Bolton, 2008). Schmidt e Brauer (2006) referem que várias entidades procuram estabelecer indicadores sobre a qualidade da governação de empresas, nomeando o FTSE em cooperação com o ISS – *Institutional Investor*

⁵⁹ Apesar de outros, como é o caso de Monks e Minow (2008), afirmarem não há suporte para a influência dos mecanismos estruturais de governação.

*Services*⁶⁰, este último já com experiência no desenvolvimento do *Corporate Governance Quotient*®. Com base na literatura, com particular relevo para Van Essen *et al.* (2013), neste trabalho de investigação os mecanismos de governação são sistematizados em redor do conselho de administração, da comissão executiva e do presidente da comissão executiva, atendendo-se ao perfil acionista e acrescentando-se a existência de regulamentos internos centrados na limitação de procedimentos de aquisição (anti-aquisição)⁶¹ (Larcker *et al.*, 2007; Grove *et al.*, 2011). Também, em linha com Van Essen *et al.* (2013), é considerado o contexto institucional como variável de controlo. Apesar do trabalho estar fundamentalmente orientado para os mecanismos internos de governação⁶², reconhece-se, em linha com vários autores, a importância dos mecanismos externos de governação. Para além dos já referidos (aquisições, desinvestimentos e ajustamentos na estrutura acionista, de acordo com Davis *et al.*, 1997), assumem relevo os especialistas na análise de empresas cotadas ao serviço de investidores institucionais e outras entidades (Jensen e Meckling, 1976), as avaliações ou auditorias externas⁶³ realizadas por analistas financeiros, os investidores institucionais (especialmente quando optam por intervir, por exemplo, suscitando a substituição do CEO ou do presidente do conselho de administração, conforme salientam Monks e Minow, 2008), as agências de *rating*⁶⁴ (Schmidt e Brauer, 2006), os governos⁶⁵, os contabilistas, a banca de

⁶⁰ O ISS atua, também, como intermediário/consultor na relação entre investidores institucionais e as empresas participadas (McCahery *et al.*, 2016).

⁶¹ Verifica-se, no entanto, que Bhagat e Jefferis (2002, pp. 2-3) se referem, separadamente, à governação das sociedades, aos mecanismos anti-aquisição e à estrutura acionista e que consideram que a governação das sociedades pode ser resumida numa variável. Todavia, mais adiante (p. 4) já assumem que a governação das sociedades engloba os mecanismos anti-aquisição.

⁶² Monks e Minow (2008, p. 8) referem-se à gestão, acionistas e conselho de administração como “as três forças mais significativas na governação das empresas”, reconhecendo que são as três internas e estruturais.

⁶³ Neste particular, assume relevo o estudo dos honorários pagos às empresas de auditoria referentes aos serviços de auditoria e outros serviços prestados (que podem representar uma redução da independência do auditor) e a importância relativa do cliente da empresa de auditoria (em que medida o auditor é dependente relativamente ao cliente) apesar dos resultados apurados por Larcker e Richardson (2004) colocarem em relevo a importância da preservação da reputação da empresa de auditoria, o que é consistente com alguma ambiguidade na literatura sobre o impacto da relação estabelecida com o cliente na qualidade do trabalho desenvolvido pela empresa de auditoria. Larcker e Richardson (2004), apesar de considerarem que o papel do auditor, enquanto mecanismo de monitorização, permite minimizar os problemas de agência, também referem que tal depende da “força” da estrutura de governação implementada no cliente (Larcker e Richardson, 2004, p. 626). Todavia, também consideram que a postura da empresa relativamente aos serviços de auditoria depende da governação das sociedades pois esta produz “impacto na procura de qualidade de auditoria e pagamento de honorários de auditoria e não-auditoria ao auditor, e pode ter um impacto importante na qualidade do reporte financeiro” (Larcker e Richardson, 2004, p. 629).

⁶⁴ Schmidt e Brauer (2006) referem que as agências de *ratings* tipicamente baseiam as suas avaliações no nível de cumprimento de códigos de práticas de governação e consideram que os métodos utilizados na elaboração desses *ratings* não são suficientemente rigorosos face à sua importância.

⁶⁵ Monks e Minow (2008, p. 20) atribuem particular relevo ao governo salientando que este pode, por via do quadro legal, influenciar a forma como as empresas desenvolvem a sua atividade, mas realçam que estas também podem influenciar o governo e o quadro legal com vista à “externalização dos seus custos”.

investimento e os jornalistas (Monks e Minow, 2008), entre outros⁶⁶. Westphal e Graebner (2010) salientam que as apreciações externas negativas podem estimular os investidores institucionais a interferir na empresa ameaçando a autonomia e autoridade da gestão de topo, por exemplo suscitando alterações na remuneração ou a substituição do CEO. Neste quadro, o CEO estará especialmente interessado em tomar medidas que sejam interpretadas pelos avaliadores externos como reforço da (boa) governação.

2.3.1- Conselho de administração

Os conselhos de administração, em decorrência da separação entre propriedade e gestão, assumiram a responsabilidade de representar os interesses dos acionistas⁶⁷ (Muth e Donaldson, 1998) e, procedendo à monitorização da gestão, constituem um relevante mecanismo estrutural para moderar os comportamentos oportunistas da gestão (Donaldson e Davis, 1991). O conselho de administração, sendo central na empresa (Bhagat e Bolton, 2008; Srivastav e Hagendorff, 2016), tem o dever fiduciário de “assegurar que a empresa é dirigida de acordo com o interesse de longo prazo dos proprietários” (Monks e Minow, 2008, p. 224), procedendo à monitorização da gestão (que, por seu lado, tem um “dever de lealdade” relativamente aos acionistas, conforme salientam Shleifer e Vishny, 1997⁶⁸) para que esta proceda à gestão eficiente da empresa, o que requer a seleção dos melhores gestores e a sua rápida⁶⁹ substituição, quando tal for necessário (Bhagat e Jefferis, 2002). Barney *et al.* (2001), reconhecendo a envergadura da discussão centrada no funcionamento e na eficácia dos conselhos de administração, evidenciam algumas limitações à eficácia dos conselhos de administração, como é o caso da excessiva proximidade à gestão, do acesso limitado à informação, da insuficiência de reuniões e da falta de contributos por parte dos administradores externos. Schmidt e

⁶⁶ Destaca-se, em particular, a perspetiva de Larcker *et al.* (2007) que salientam a importância do endividamento que indica a presença de credores que, de acordo com estes autores, constituem um mecanismo externo de monitorização da atividade da empresa, no quadro do seu cuidado em assegurar a recuperação do capital investido. Acresce que as instituições financeiras possuem competências específicas para avaliar a capacidade das empresas cumprirem as obrigações de acordo com o contrato estabelecido. Esta característica entronca com a referência que Eisenhardt (1989) sobre a preferência dos gestores por baixos níveis de endividamento. Jensen e Meckling (1976) também se referem o impacto do recurso ao endividamento e Bhagat e Jefferis (2002) enunciam 3 motivações para a existência de conflitos de interesses entre a gestão e os proprietários a propósito do nível de endividamento. Börsch-Supan e Köke (2002) salientam, ao nível do endividamento, a necessidade de analisar o prazo do crédito.

⁶⁷ Bhagat e Jefferis (2002) referem que os primeiros conselhos de administração terão surgido no final do século XIX sendo constituídos pelos maiores acionistas e exerciam funções sem remuneração direta. Gradualmente estes administradores com ligação direta aos maiores acionistas foram gradualmente substituídos por outros que, em vez da ligação aos acionistas, têm ligação à gestão (e, pela ausência de ligação aos acionistas, suscita-se a questão da respetiva remuneração pelo trabalho desenvolvido), o que acabou por “exacerbar o problema de agência inerente” (Bhagat e Jefferis, 2002) e justifica a reflexão sobre as medidas para o minimizar.

⁶⁸ Shleifer e Vishny (1997) referem, no entanto, que outras perspetivas colocam os direitos de outros *stakeholders* em relevo. Porém, os acionistas são mais suscetíveis a ser expropriados do que outros *stakeholders*.

⁶⁹ Bhagat e Jefferis (2002) consideram que a demora na substituição é um sintoma de um conselho de administração pouco ativo ou dependente dos gestores.

Brauer (2006) salientam que os conselhos de administração devem assegurar uma governação eficaz e que, em consequência de escândalos recentes, estão sobre escrutínio mais apertado dos investidores, credores e acionistas. Pathan (2009) considera existir um enfoque renovado no papel dos conselhos de administração, enquanto mecanismo interno de governação, salientando que, dependendo da dimensão e composição, o conselho de administração eficaz realiza as funções de monitorização e limitação de comportamentos oportunistas. No entanto, para compreender a atividade dos conselhos de administração, conforme acentuam McNulty *et al.* (2013), é necessário conhecer o contexto de atuação, em particular o contexto nacional, razão pela qual o relevo deste órgão societário também é variável, distinguindo-se, a título de exemplo, o caso alemão em que prevalecem conselhos de administração com dois níveis (*two-tier*). A importância dos conselhos de administração pode ser apreciada em distintas perspetivas, nomeadamente em termos das responsabilidades e orientação, da organização interna para a concretização dessas responsabilidades e orientação (ex. dimensão, constituição ou frequência das reuniões), ou, ainda, pelo nível de envolvimento (Donaldson e Davis, 1991).

Considerando as perspetivas propostas por Donaldson e Davis (1991), no quadro das responsabilidades e orientação dos conselhos de administração, a literatura revela diferentes contributos. Num ponto de vista macro, Kim *et al.* (2009, p. 738) argumentam que os conselhos de administração constituem “a primeira linha de defesa para a proteção dos ativos dos acionistas e dos interesses dos *stakeholders*”. Brown *et al.* (2009), de forma mais específica, referem os quatro papéis que geralmente são desempenhados pelos conselhos de administração, nomeadamente, fornecer contributos estratégicos, definir objetivos de desempenho, realizar nomeações chave e supervisionar a gestão. McNulty *et al.* (2013), por seu lado, identificam três funções dos conselhos de administração, em particular, controlo, estratégia e serviço. A perspetiva estratégica tem sido pouco considerada (Schmidt e Brauer, 2006; Kim *et al.*, 2009), principalmente pela dificuldade de avaliação comparativamente a outro tipo de variáveis (Schmidt e Brauer, 2006), mas Kim *et al.* (2009) concluem, com base em diferentes estudos, que os papéis dos conselhos de administração têm evoluído e que pelo menos alguns dos administradores se envolvem ativamente em todas as fases do processo de gestão estratégica⁷⁰. Muth e Donaldson (1998) revelam uma abordagem distinta ao salientar três funções em linha com as diferentes teorias de suporte, ou seja, controlo da gestão (teoria de agência), *empowerment* da gestão (teoria de *stewardship*) e cooptação (teoria da dependência de recursos) realçando os potenciais impactos positivos de cada função no desempenho.

No que se refere às características internas dos conselhos de administração, Andres *et al.* (2005) referem que a investigação se tem centrado na dimensão, separação de funções, percentagem de administradores independentes e remuneração dos membros executivos. Pfeffer e Salancik (1978) destacam a dimensão e composição dos conselhos de

⁷⁰ Neste particular, poderá ser relevante em trabalhos futuros articular o estudo sobre os mecanismos de governação das sociedades com os mecanismos de medição do desempenho que, de acordo com Franco-Santos *et al.* (2012, p. 95), podem “influenciar positivamente os processos estratégicos das organizações” estimulando o reforço do envolvimento dos gestores.

administração⁷¹. De acordo com Kim *et al.* (2009), em geral, a alteração das estruturas dos conselhos de administração é lenta, salvo situações de crise ou de alterações regulatórias. Neste quadro, a crise financeira de 2008/09 constitui uma oportunidade para perceber o impacto nas estruturas dos conselhos de administração e, em geral, nas estruturas de governação das sociedades. O contexto de atuação dos conselhos de administração, realçado por vários autores (por exemplo, Schmidt e Brauer, 2006 e McNulty *et al.*, 2013), assume particular interesse na perspetiva de Kim *et al.* (2009) ao proporem que a dinâmica e complexidade do ambiente externo suscita a adoção de configurações distintas do conselho de administração⁷², contrariamente aos códigos e recomendações de boas práticas de governação, em especial no que se refere à questão da dualidade da liderança e à presença de administradores externos como forma de assegurar a diversidade nos conselhos de administração, considerando ainda que a opção por uma configuração universal acabará por se repercutir negativamente no desempenho⁷³ das empresas. Apesar do predomínio da literatura focada no desempenho das empresas, Pathan (2009) evidencia a relação da estrutura dos conselhos de administração com a assunção de riscos e McNulty *et al.* (2013) verificam que os processos adotados pelos conselhos de administração têm implicações no risco financeiro. Porém, como realçam Luoma e Goodstein (1999), a constituição dos conselhos de administração, em termos da dimensão, distribuição de cargos e comissões, pode ter o propósito de satisfazer outros *stakeholders* e, neste caso, as variáveis tradicionais de avaliação de desempenho podem não ser apropriadas por o impacto ser apenas simbólico (só resolúvel através da utilização de variáveis de desempenho mais abrangentes).

⁷¹ Pfeffer e Salancik (1978) consideram que os conselhos de administração constituem um instrumento para assegurar a ligação da empresa a outras empresas (especialmente quando não é possível assegurar o controlo por via de aquisição), numa perspetiva de cooptação de recursos. Neste contexto, a dimensão acrescida dos conselhos de administração pode representar o esforço desenvolvido pela empresa para cooptar recursos (que também podem ser financeiros) ou para fazer face à heterogeneidade do ambiente externo (que pode ser acrescida em empresas de maior dimensão).

⁷² De acordo com Kim *et al.* (2009), combinando as dimensões de diversidade e liderança, os conselhos de administração podem adotar as quatro configurações seguintes: a) Conselho ponderado (*deliberate*), caracterizado por diversidade baixa e liderança difusa; b) Conselho abrangente (*comprehensive*), caracterizado por diversidade alta e liderança difusa; c) Conselho focado (*focused*), caracterizado por diversidade baixa e liderança concentrada; d) Conselho adaptativo (*adaptive*), caracterizado por diversidade alta e liderança concentrada. Estes autores consideram que o “conselho ponderado” é mais apropriado para contextos que não exigem ação rápida, como é o caso das indústrias com atividade regulada ou de crescimento baixo, mas necessitam de experiência que decorre do conhecimento sobre o setor e a própria empresa. O “conselho abrangente”, que genericamente está em linha com as boas práticas decorrentes dos códigos e recomendações sobre governação, é mais apropriado para ambientes complexos que suscitam a necessidade de dispor de variedade de requisitos ou diversidade estratégica. O “conselho focado” é apropriado para contextos que requerem decisões e ações que, não sendo complexas, devem ser rápidas. Por fim, o “conselho adaptativo” revela-se apropriado em contextos de elevada dinâmica e elevada complexidade.

⁷³ Esta é a perspetiva de Kim *et al.* (2009) acerca da configuração típica que resulta dos códigos e recomendações sobre boa governação. No entanto, considera-se limitador assumir que as entidades emiten-tes de tais códigos e recomendações o façam com o propósito único de contribuir para a melhoria do desempenho das empresas sem tomar em atenção outras implicações, nomeadamente ao nível do risco de falência.

Por fim, em termos do nível de envolvimento, Kim *et al.* (2009) referem que os conselhos de administração que se envolvem na estratégia empresarial estão melhor capacitados para assegurarem a concretização das suas responsabilidades fiduciárias, mas admitem que os resultados deverão depender do contexto da empresa, do setor e do país onde estão sediadas. Neste quadro, distinguem os conselhos de administração de acordo com a sua perspetiva minimalista (passiva) e estratégica (ativa)⁷⁴. Monks e Minow (2008), a este propósito, salientam que os conselhos de administração estão gradualmente a envolver-se mais nas atividades de planeamento estratégico. McNulty *et al.* (2013) também identificam dois tipos de conselhos de administração de acordo com o seu nível de envolvimento (nomeadamente dos administradores não executivos) nos assuntos das empresas, designadamente os minimalistas e os maximalistas.

Da análise da literatura, conforme já assinalado, resulta a identificação de um conjunto de autores⁷⁵ que dedica especial atenção à estratégia empresarial e ao contributo e envolvimento que são esperados do conselho de administração a este nível. Kim *et al.* (2009) salientam várias teorias que suportam a responsabilidade dos conselhos de administração em termos da estratégia, embora concluam que nenhuma das teorias seja suficiente, de forma isolada, para caracterizar as implicações do envolvimento do conselho de administração ao nível estratégico. Assim, de acordo com estes autores, na perspetiva da teoria da hegemonia dos gestores, que se articula com a teoria de agência, a formulação e execução das estratégias é responsabilidade das equipas de gestão de topo e os conselhos de administração são responsáveis por ratificar e monitorizar as ações estratégicas. Na perspetiva da teoria de *stewardship*, conforme assinalam Kim *et al.* (2009), os conselhos de administração devem delegar a área de estratégia às equipas de gestão de topo. Por fim, referem-se também à teoria da dependência de recursos, mas consideram que a teoria não é explícita quanto ao papel estratégico do conselho de administração, embora sejam relevantes na relação com o ambiente externo e no acesso a recursos valiosos. Schmidt e Brauer (2006) consideram que os conselhos de administração, ao nível da estratégia, têm importância na supervisão da formulação e da execução da estratégia. Kim *et al.* (2009)⁷⁶ salientam, complementarmente, que o

⁷⁴ Kim *et al.* (2009) realçam, complementarmente, que a investigação indica que nem todos os conselhos de administração estão em permanência envolvidos na estratégia. O que efetivamente se verifica é que se movem, de acordo com as necessidades, ao longo de um “continuum” de envolvimento estratégico (tal como descrito por Wheleen e Hunger, 2002).

⁷⁵ Kim *et al.* (2009) realçam, através de exemplos, que também os códigos de governação das sociedades contribuem para o crescente envolvimento dos conselhos de administração nas decisões estratégicas ou, pelo menos, de responsabilização para assegurar que as estratégias não sejam nefastas para as organizações. Nesta linha, McNulty *et al.* (2013, p. 74) destacam que uma das reações dos reguladores à crise financeira foi reforçar que “a gestão do risco constitui uma responsabilidade chave dos conselhos de administração”. Esta é uma evolução relevante já que previamente, como salientam Schmidt e Brauer (2006), a proliferação de códigos e requisitos sobre governação das sociedades poderia estar contribuir para que os conselhos de administração se focalizassem na resposta a exigências em vez de se centrarem nos assuntos de natureza estratégica.

⁷⁶ Os autores colocam, também, em relevo o papel de controlo estratégico do conselho de administração, manifestado de diversas formas, com impactos distintos nas capacidades de ação estratégica (entendidos como os processos de formulação e implementação da estratégia) das equipas de gestão de topo.

envolvimento dos conselhos de administração nas fases iniciais do planeamento estratégico contribui para a monitorização mais eficaz nas fases subsequentes.

As dificuldades inerentes à avaliação externa do comportamento do conselho de administração, principalmente por se tratar de um exercício qualitativo (Schmidt e Brauer, 2006), contribuem para que a investigação se centre na organização interna dos conselhos de administração em prejuízo das suas responsabilidades e orientação e do nível de envolvimento. Ainda assim, Schmidt e Brauer (2006) procuram identificar alternativas que permitam aprofundar o estudo sobre o envolvimento dos conselhos de administração ao nível da estratégia, realçando a importância da informação sobre as decisões de distribuição de recursos, considerando que estas decisões são centrais nos conselhos de administração⁷⁷, a dinâmica e o trabalho de equipa entre os administradores e a forma como se relacionam com a gestão⁷⁸. Apesar do enfoque na organização interna, mesmo assim, os autores realçam que persistem dificuldades relacionadas com a falta de evidência sobre o impacto dos aspetos estruturais no desempenho e a falta de rigor metodológico, o que leva Schmidt e Brauer (2006, p. 14) a defender a necessidade de identificar formas alternativas (em termos das abordagens e da medição) de avaliação da “eficácia dos conselhos de administração na execução estratégica”.

Vários autores apresentam orientações a propósito do perfil dos administradores e a consequente composição dos conselhos de administração. Pfeffer e Salancik (1978), sobre a presença de membros externos nos conselhos de administração, realçam as seguintes vantagens: i) acesso a capacidades de gestão que são dificilmente acessíveis em empresas de menor dimensão; ii) desempenho de funções de controlo ou governação (monitorização) especialmente em empresas cotadas; e iii) apoio à organização, através do envolvimento nos problemas da organização, apresentando-a de forma favorável a outros. Hillman *et al.* (2009), retomando a importância da teoria da dependência de recursos para a definição da composição dos conselhos de administração, salientam que os administradores podem ser classificados, de acordo com o contributo que aportam aos conselhos de administração, em “especialistas no negócio”, “especialistas de suporte” e “influenciadores da comunidade” e, com base em Pfeffer e Salancik (1978), salientam que existe evidência empírica sobre os contributos que os administradores podem aportar às organizações, nomeadamente, através do acesso a informação (em termos de aconselhamento e ligação ao ambiente externo), acesso a recursos e legitimidade. Van Essen *et al.* (2013), admitindo que a monitorização da gestão constituiu a principal função dos conselhos de administração, identificam as características que um “conselho de administração vigilante” deve reunir, nomeadamente, a separação de funções, a

⁷⁷ No entendimento de Schmidt e Brauer (2006, p. 17), os conselhos de administração “estabelecem um contexto interno que formata a preparação, defesa e aprovação das decisões de afetação de recursos tomadas pela gestão executiva ou pelos gestores das unidades de negócio” e assumem a responsabilidade de verificar se a afetação de recursos corresponde ao que estava previsto, ou seja, se na execução a estratégia corresponde à que havia sido formulada, o que designam por “consistência estratégica”.

⁷⁸ Neste particular, Monks e Minow (2008) relevam o papel e influência de antigos CEO no conselho de administração, nomeadamente quando assumem o papel de presidente do conselho de administração, o que é indesejável e substituível por funções de consultoria, apesar de tal poder ser visto como uma regalia facilitadora da sua substituição nas funções executivas.

independência, a reduzida dimensão, as reuniões frequentes e um conjunto de comissões especializadas e ativas. No entanto, admitem existir circunstâncias que justificam outras configurações, tirando proveito dos benefícios da concentração de funções (PCA = CEO) perante contextos de incerteza⁷⁹ (como foi o caso da crise financeira internacional 2008/09). Neste quadro, a configuração “conselho de administração vigilante”, embora apropriada em situações de estabilidade, pode limitar a capacidade de reação a contextos externos atípicos.

Em termos de perspetivas para o futuro da investigação sobre os conselhos de administração, Kim *et al.* (2009) salientam a necessidade de mudar de uma visão isolada das variáveis que caracterizam os conselhos de administração para uma perspetiva mais abrangente de análise das estruturas do conselho de administração. Neste quadro, o desempenho será superior quando o conselho de administração envolvido na estratégia contribui para potenciar as capacidades de ação estratégica da equipa de gestão de topo de forma ajustada ao dinamismo e complexidade do ambiente competitivo da empresa. Este é, também, um contributo que pode ajudar a explicar a falta de consenso na literatura a propósito da relação entre os conselhos de administração e o desempenho. No entanto, conforme destacam Monks e Minow (2008), parte das dificuldades na ação dos conselhos de administração nos EUA (e conseqüente influência no desempenho) decorre do poder dos administradores executivos (com destaque para o CEO) que controlam o conselho de administração através da escolha dos membros, definição das suas remunerações e disponibilização de informação, o que é limitador da capacidade de monitorização que cabe ao conselho de administração⁸⁰.

2.3.2- Comissão executiva

Na literatura sobre governação das sociedades, especialmente aquela que se suporta na teoria de agência, é frequentemente destacada a ação da gestão (de topo) e como esta atua, de acordo com os próprios interesses, em divergência dos melhores interesses dos acionistas (Muth e Donaldson, 1998) ou, ainda, a importância de assegurar que a gestão não é avessa ao risco (Pathan, 2009 e McNulty *et al.*, 2013). Na secção prévia acentuou-se o relevo do conselho de administração em múltiplas perspetivas, nomeadamente na monitorização da gestão e no âmbito da estratégia. Habitualmente, a gestão está representada ao mais alto nível no conselho de administração e é constituída a respetiva comissão executiva congregando os administradores com funções executivas, sendo o seu presidente identificado como CEO (sigla de *Chief Executive Officer*). Independentemente das diversas designações assumidas (comissão executiva ou outra), Pepper e Gore (2015, p. 1050) definem a equipa de gestão de topo como “o grupo de executivos muito seniores

⁷⁹ Van Essen *et al.* (2013) a este propósito realçam a importância da clarificação e centralização do poder numa única pessoa e, adicionalmente, da redução da assimetria de informação entre executivos e não executivos que suscita, na sua perspetiva, uma reação mais lenta.

⁸⁰ Bhagat e Jefferis (2002) também colocam em relevo o poder da gestão, especialmente nas grandes empresas nos EUA associado à elevada dispersão acionista que conduz a que nenhum tenha – individualmente ou em associação – condições para controlar a empresa, incluindo a indicação de membros para o conselho de administração.

que são responsáveis pela definição e execução da estratégia de uma empresa, ... capazes de afetar os lucros da empresa, o preço das ações, a reputação e o posicionamento no mercado”. No que se refere à constituição das equipas, Fracassi e Tate (2012) salientam que os CEOs com maior poder tendem a selecionar pessoas com as quais mantêm relações noutros contextos para ocupar posições na administração das empresas e, com maior frequência, os lugares de gestão de topo.

Apesar do relevo atribuído à gestão, é notória a existência de maior número de estudos que se focam no CEO do que os que tratam especificamente a comissão executiva. Observa-se, neste quadro, uma primeira dificuldade resultante da diversidade de opções quanto à comissão executiva, variando a sua representação no conselho de administração. Pepper e Gore (2015) salientam, a este propósito, que historicamente a gestão de topo estaria representada nos conselhos de administração na qualidade de administradores executivos mas, recentemente, verifica-se uma tendência para que, em vários países, apenas o CEO e o CFO (*Chief Financial Officer*, ou seja, o gestor de topo com responsabilidade pela área financeira) assumam lugares de administração.

O empenho em tratar autonomamente a comissão executiva interliga com as diferentes funções do conselho de administração. A comissão executiva, ou estrutura equivalente, desenvolve as atividades de gestão enquanto que os restantes membros do conselho de administração, dependendo do entendimento sobre as suas responsabilidades e o nível de envolvimento (conforme discussão na secção prévia) monitorizam essas atividades de gestão, asseguram o acesso a recursos, contribuem para a formulação da estratégia, etc. Considera-se, também, que restringir a análise ao CEO, como habitualmente é feito, é redutor pois tal exclui da análise todas as questões, por exemplo, relacionadas com dinâmicas de grupo como já abordado a propósito da teoria comportamental (Vieito, 2012) e da teoria de torneio (Kale *et al.*, 2009) ou, ainda, a literatura sobre as equipas de gestão de topo, também designadas como “*upper echelons*” que observa a equipa, e não apenas os indivíduos, como unidade de análise (Pepper e Gore, 2015).

No quadro da teoria de agência, existem vários mecanismos com o propósito de assegurar o alinhamento de interesses entre a gestão de topo e os acionistas, sobressaindo a remuneração, que pode ser desenhada com enfoque no comportamento ou nos resultados desejados (Li e Simerly, 1998), a participação acionista e, à semelhança do conselho de administração, distinguem-se outras variáveis estruturais como a dimensão, o número de reuniões, a formação e experiência dos administradores executivos, etc. A propósito da remuneração, Li e Simerly (1998) salientam que, também neste caso, importa tomar em consideração o contexto e a sua dinâmica pois a avaliação da gestão de topo, com base em resultados alcançados pelas empresas em ambientes mais dinâmicos pode implicar um desfasamento entre o momento em que a gestão desenvolve o seu esforço e aquele em que são verificadas as implicações do esforço desenvolvido. Os acionistas terão, também, dificuldade em aferir o desempenho da gestão pelo desfasamento temporal. No âmbito da estratégia da empresa, a comissão executiva, na qualidade de gestão de topo, é influenciada pelo conselho de administração através (Kim *et al.*, 2009): i) da definição do contexto da estratégia, ou seja, da definição as condições para realização do processo estratégico; ii) da definição do conteúdo da estratégia, ou seja, da avaliação de

alternativas; e, iii) da definição da condução da estratégia, ou seja, da monitorização da sua implementação. Por outro lado, a comissão executiva também pode influenciar ou limitar a ação dos restantes membros do conselho de administração, por exemplo, através das participações acionistas que possam deter ou através do controlo da informação que é disponibilizada (assimetria de informação).

2.3.3- Presidente da comissão executiva

O presidente da comissão executiva (CEO) assume um papel central no âmbito da governação das sociedades⁸¹. No quadro da teoria de agência, esse papel reveste-se de maior protagonismo se a mesma pessoa, para além de CEO, assumir a presidência do conselho de administração, considerando-se que a dualidade pode afetar negativamente a capacidade de monitorização desenvolvida pelo conselho de administração (Donaldson e Davis, 1991; Dalton *et al.*, 1998) pois coloca, no limite, o CEO a avaliar o seu próprio desempenho (Monks e Minow, 2008). No entanto, nem sempre a separação de funções é benéfica, conforme destacam Dalton *et al.* (1998) pois, numa perspetiva da teoria de *stewardship* a empresa pode beneficiar da redução de ambiguidade, e Van Essen *et al.* (2013) que verificam, num contexto de crise, a maior importância da autonomia da gestão (*managerial discretion*) relativamente à vigilância exercida pelo conselho de administração, pois, com estruturas complexas, a capacidade de reação atempada aos acontecimentos fica diminuída. Li e Simerly (1998), na mesma linha, salientam que, sem autonomia de gestão, o CEO poderá não conseguir concretizar os objetivos organizacionais desejados.

Para além da tradicional análise do poder do CEO decorrente da concentração de funções (dualidade), Pathan (2009) alarga a discussão ao poder decorrente de se tratar de um CEO contratado internamente (fundador ou antigo administrador executivo). Na perspetiva da teoria de *stewardship*, é mais vantajoso recrutar um CEO internamente, atendendo ao seu envolvimento de longo prazo (também destacado por Pathan, 2009) com a empresa. O CEO, através do poder que detém, pode influenciar a capacidade de monitorização e as atividades do conselho de administração, por exemplo, limitando a informação disponibilizada aos restantes administradores (Pathan, 2009), influenciando o processo de troca de informações entre os membros do conselho de administração (Kim *et al.*, 2009) ou, na linha de Fracassi e Tate (2012), participando na seleção de administradores com os quais estabelece outras relações.

Com referência às variáveis utilizadas para caracterizar o CEO, para além da dualidade, Van Essen *et al.* (2013) consideram a idade, a antiguidade no cargo (*tenure*), a educação (em escola de elite) e as funções exercidas fora do conselho de administração. A participação acionista do CEO é uma variável de relevo por proporcionar alinhamento de interesses com os acionistas. A remuneração, também realçada na secção centrada na comissão executiva, é um instrumento relevante para assegurar a motivação e

⁸¹ Li e Simerly (1998, p. 173) salientam que o CEO é considerado “a principal origem dos problemas de agência”.

alinhamento de interesses do CEO com os interesses dos acionistas⁸². A este propósito Eisenhardt (1989) apresenta uma perspectiva centrada na configuração a adotar perante os casos concretos de problemas de agência (no paradigma de investigação da relação principal-agente), moderados pelo sistema de informação, incerteza do resultado (*outcome*), risco, tempo (na medida em que com maior tempo há maior conhecimento entre as partes) e programabilidade das tarefas. Assim, a compensação pode ser baseada no resultado ou no comportamento, no nível de conflito de interesses (alto ou baixo) e na aversão ao risco do agente (alta ou baixa). A remuneração pelo resultado é apropriada em contextos de elevado conflito de interesses mas baixa aversão ao risco, enquanto que a remuneração pelo comportamento é mais apropriada em contextos de baixo conflito de interesses e elevada aversão ao risco. Este é um contributo para compreender a existência de evidências contraditórias sobre o efeito dos mecanismos de governação (neste caso consubstanciada na remuneração) no desempenho.

2.3.4- Anti-aquisição

A adoção de medidas anti-aquisição (*anti-takeover*) é geralmente entendida como um sinal de entrincheiramento da gestão⁸³ que se concretiza através de barreiras ao sucesso de uma aquisição quando a gestão, tipicamente através do conselho de administração, se opõe (Bhagat e Jefferis, 2002), por exigências formais consubstanciadas nos regulamentos internos (propostos pela administração e aprovados pelos acionistas), incluindo limitações à substituição dos membros do conselho de administração (ex. *staggered board*), condições financeiras que protejam os interesses dos administradores em funções, manutenção de uma elevada cotação bolsista para desencorajar potenciais interessados (Wearing, 2005) ou outros mecanismos (ex. *poison pills*). Eisenhardt (1989, p. 68) refere que “em geral, a resistência às ofertas de aquisição não é do interesse dos acionistas, mas poderá ser do interesse dos gestores por poderem perder os seus empregos durante a aquisição”, o que é corroborado por Bhagat e Jefferis (2002). Monks e Minow (2008, p. 108) consideram que se trata de uma limitação do direito dos acionistas (que é uma prática comum da gestão) e que tem constituído a “prioridade no desenvolvimento dos mercados de valores mobiliários” e salientam que os acionistas podem sinalizar a sua insatisfação com o desempenho da gestão por via da alienação das ações que detêm considerando que, no limite, tal conduzirá ao decréscimo do valor de mercado da empresa. Na mesma linha, Larcker *et al.* (2007) salientam que a existência de barreiras às aquisições reduz a capacidade do mercado para o controlo das empresas exercer uma ação “disciplinadora” sobre a gestão da empresa, ou seja, assegurar que a gestão desenvolve as suas atividades de acordo com os interesses dos acionistas.

A adoção de medidas anti-aquisição é muito comum nas empresas sediadas nos EUA (embora Shleifer e Vishny, 1997, também se refiram à sua importância no Reino Unido)

⁸² Makadok (2003) salienta a importância de, simultaneamente, se conseguir a motivação dos gestores e o alinhamento dos interesses (alinhamento sem motivação, da mesma forma que motivação sem alinhamento, não conduz aos resultados desejados).

⁸³ Conforme realçam Shleifer e Vishny (1997), o entrincheiramento da gestão também pode ser observado enquanto forma de expropriação dos acionistas.

e a sua expansão decorre desde a década de 1980 (Bhagat e Jefferis, 2002) em reação a um período de intensificação de aquisições (Monks e Minow, 2008; Cremers e Ferrel, 2014). Os resultados apurados por Bhagat e Jefferis (2002), no entanto, não suportam a eficácia das medidas anti-aquisição na prevenção das aquisições e no aumento da duração do vínculo dos gestores à empresa⁸⁴. Pelo lado contrário, a inexistência de medidas anti-aquisição, conforme destacam Bhagat e Jefferis (2002, p.2), na década de 1980, suscitaram questões relacionadas com o “impacto nas empresas a longo-prazo e noutros *stakeholders* a curto-prazo” e a adoção de medidas anti-aquisição não tem sempre como consequência a proteção dos interesses dos gestores. Por outro lado, ainda de acordo com os mesmos autores, os elevados custos das operações (também realçados por Shleifer e Vishny, 1997) levam a que, mesmo sem barreiras, só sejam realizadas caso do desempenho esteja muito abaixo do seu potencial. Neste quadro, a capacidade das aquisições para disciplinar a gestão revela-se limitada.

2.3.5- Perfil acionista

Os desafios que se colocam à governação das sociedades também se relacionam com as características dos acionistas e do nível de dispersão acionista⁸⁵, sendo o impacto no desempenho estudado por vários autores, apesar de Bhagat e Jefferis (2002) considerarem que a estrutura acionista pode depender do desempenho da empresa. Em termos das características dos acionistas, sobressaem os investidores institucionais (Westphal e Graebner, 2010), cuja importância é crescente (Monks e Minow, 2008)⁸⁶ e que, por disporem de recursos e competências para avaliar a gestão das empresas e o seu desempenho e terem maior envolvimento (*stake*) (Li e Simerly, 1998), acabam por constituir uma referência para outros acionistas e para a gestão. Também são relevantes os acionistas com uma ligação de natureza familiar às empresas (Aguilera e Crespi-Cladera, 2012), em alguns casos, com representantes nos órgãos de administração e de gestão e que prosseguem objetivos além dos de racionalidade económica e financeira introduzindo interesses divergentes entre os acionistas com relações familiares e os acionistas sem relações familiares com a empresa. Bhagat e Jefferis (2002) referem-se ao papel dos investidores relacionais e destacam o seu papel em economias, como é o caso dos EUA, onde prevalece a grande dispersão acionista (problema de ação coletiva), com

⁸⁴ Bhagat e Jefferis (2002) realçam, no entanto, que as suas conclusões não implicam que as medidas anti-aquisição não impliquem custos (ou perda de rendimento) para os acionistas, ou seja, podem implicar um aumento dos custos de agência.

⁸⁵ McNulty *et al.* (2013) referem que uma das limitações do seu estudo reside no facto de não controlarem as implicações decorrentes da estrutura de propriedade, englobando também as participações detidas pelos membros da comissão executiva que os próprios autores reconhecem ser particularmente relevantes no contexto do Reino Unido.

⁸⁶ Monks e Minow (2008) realçam a importância do ativismo dos investidores, especialmente os institucionais, por disporem das competências e o enfoque no longo prazo, no contexto dos EUA. No entanto, deve considerar-se que cada grupo/perfil de acionistas ou investidores tem características específicas que podem revelar-se vantajosas ou desvantajosas na apreciação do desempenho das empresas. Os autores acabam por discutir também o perfil desejável para os acionistas, considerando que tal contribuiria, pela combinação de várias características e o enfoque no longo-prazo, para a resolução dos problemas de governação das empresas.

a vantagem de evitar uma tendência para o excessivo enfoque no desempenho de curto prazo por parte dos acionistas e gestores (no entanto, realçam que tal não é possível se os mercados forem eficientes, o que implica a ausência de assimetria de informação). Também consideram que os investidores relacionais podem ser relevantes quando o mercado (por via de aquisições) não tem condições – nomeadamente pela existência de barreiras anti-aquisição – para disciplinar a gestão.

No âmbito da propriedade das ações salienta-se que a grande dispersão acionista pode conduzir a situações em que nenhum dos acionistas está disponível para assumir os custos de acompanhamento das atividades das empresas (inclusivamente, como realçam Monks e Minow, 2008, pode-se questionar em que medida são efetivamente proprietários ou apenas meros investidores), acabando, assim, por o controlo efetivo ficar nas mãos dos gestores. Neste caso, uma propriedade semi-concentrada⁸⁷ contribui para minorar o problema de agência. A concentração acionista também pode contribuir para suprir lacunas ao nível da proteção legal dos acionistas minoritários⁸⁸ (Shleifer e Vishny, 1997). No extremo oposto, a excessiva concentração acionista pode levar a que, por via de transações com outras empresas dominadas (*related party transactions*) ou outros mecanismos de “tunnelling”, os acionistas majoritários acabem por expropriar os acionistas minoritários⁸⁹ (Jensen e Meckling, 1976; Bhagat e Jefferis, 2002). John *et al.* (2008) referem que, em contextos em que a proteção aos acionistas é fraca, a existência de acionistas dominantes assume relevo na relação com a gestão.

2.4- Desempenho empresarial

Apesar da multiplicidade de trabalhos focados no estudo do impacto da governação das sociedades no desempenho, tem havido dificuldades na obtenção de resultados consistentes sobre a existência e o sentido dessa relação. De forma perentória, a este propósito, Schmidt e Brauer (2006, p. 16) referem que “nenhum estudo foi capaz de confirmar que as dimensões estruturais de governação das empresas se correlacionam com o desempenho financeiro” ou que exista “uma relação causal entre a eficácia do conselho de administração e o desempenho organizacional” pois, mesmo os estudos que aparentam identificar tais relações, na perspetiva destes autores, o fazem de forma imprecisa. Mais recentemente, Van Essen *et al.* (2013) verificaram que no período anterior à crise (ou seja, em condições de estabilidade) praticamente nenhuma das variáveis de governação que analisam exerce influência sobre o desempenho empresarial (as exceções vão para influência negativa da independência da comissão de auditoria e

⁸⁷ Shleifer e Vishny (1997) e Bhagat e Jefferis (2002) sustentam que a relação entre concentração acionista e desempenho possa ser não linear pois pode haver incentivos, a partir de determinado nível de concentração, a retirar “benefícios privados diretos” em prejuízo dos acionistas minoritários.

⁸⁸ Shleifer e Vishny (1997, p. 754) referem-se a intervalos de concentração acionista (de acionistas minoritários) entre os 10% a 20% que, ainda assim, poderão ter que se aliar com outros para concretizar os seus objetivos relativamente à empresa. Os grandes acionistas teriam posições idênticas ou superiores a 51%.

⁸⁹ Shleifer e Vishny (1997, pp. 758-761) discutem os “custos” para as empresas decorrentes da presença de grandes investidores, incluindo os acionistas.

positiva da independência da comissão de remunerações no desempenho). Os autores concluem que, em períodos de estabilidade, os resultados não suportam o relevo das boas práticas de governação podendo, no entanto, considerar-se que estas não são prejudiciais para o desempenho das empresas europeias cotadas em bolsa.

Não obstante a referência generalizada ao desempenho, este conceito não é abordado de forma uniforme por todos os autores (Börsch-Supan e Köke, 2002). Miller *et al.* (2013) apresentam uma detalhada revisão de literatura sobre desempenho empresarial, destacando precisamente a dificuldade na definição do conceito e respetiva operacionalização empírica, apesar da reconhecida importância do estudo dos determinantes do desempenho empresarial (Gentry e Shen, 2010). No quadro das definições, Miller *et al.* (2013) realçam, entre outras, a definição de Jensen e Meckling (1976, p. 307) que salienta a “maximização dos lucros, ou mais precisamente, o valor atual”. Do trabalho de Miller *et al.* (2013) sobressai a importância da consistência entre o desenvolvimento teórico e a operacionalização empírica, com implicações também na formulação das hipóteses, o que contrasta com a prática corrente em que é habitual uma conceptualização abstrata do desempenho, conjugada com a utilização de uma ou poucas variáveis específicas na componente empírica, que, inclusivamente, por vezes, são utilizadas como representações alternativas do desempenho genérico. A adoção destas práticas, na perspetiva de Miller *et al.* (2013, p. 949), “impede a geração e acumulação de conhecimento científico fidedigno”. Adicionalmente, conforme realçam Taticchi *et al.* (2010), tem havido uma evolução ao nível da medição do desempenho, salientando-se o crescente enfoque nas perspetivas não financeiras do desempenho refletindo-se na introdução, a partir da década de 1980, de um conjunto alargado de modelos com o propósito de obviar às limitações dos indicadores de natureza financeira. Na mesma linha, Gentry e Shen (2010) realçam a prevalência de rácios contabilísticos (como a ROA, ROE e ROS) e a utilização gradual, a partir de meados da década de 1980 de variáveis de desempenho baseadas no mercado. Todavia, existem outros aspetos do desempenho que podem ser considerados, como são os casos do “crescimento, eficácia operacional, reputação corporativa, conhecimento do cliente, processos do negócio e desempenho social” (Gentry e Shen, 2010, p. 527).

Em termos da utilização do conceito de desempenho empresarial em trabalhos de investigação, Miller *et al.* (2013) consideram três abordagens distintas – observáveis tanto no desenvolvimento teórico como na análise empírica – que identificam como: i) abordagem multidimensional latente (*latent multidimensional approach*); ii) abordagem dos constructos separados (*separate constructs approach*); e, iii) abordagem dos constructos agregados (*aggregate construct approach*). No quadro da abordagem multidimensional latente, Miller *et al.* (2013) referem que se assume a existência de correlação entre várias dimensões de desempenho, em que cada uma dessas dimensões representa de forma imperfeita o desempenho. Em termos estatísticos, corresponde à variância partilhada entre as diferentes dimensões do desempenho, permitindo resolver o problema decorrente das insuficiências das dimensões isoladas do desempenho. A análise dos resultados, neste caso, baseia-se na relação entre as variáveis independentes e a variável latente de desempenho, não se realizando a análise detalhada para cada uma das variáveis de desempenho subjacentes. Apesar da popularidade junto de alguns autores,

Miller *et al.* (2013) alertam para a carência de suporte científico. De forma distinta, a abordagem dos constructos separados, ainda de acordo com Miller *et al.* (2013), foca-se em aspetos específicos do desempenho, o que implica que o desempenho – em vez de um constructo genérico – representa um conjunto de constructos distintos, separados e fracamente relacionados entre si. Vários autores citados por Miller *et al.* (2013) constataram que diferentes variáveis de desempenho empresarial apresentam entre si baixas correlações, indiciando que efetivamente representam diferentes constructos. Por fim, a abordagem dos constructos agregados, também conforme Miller *et al.* (2013), considera que as variáveis de desempenho (não se assumindo serem correlacionadas) coletivamente representam o desempenho empresarial global, correspondendo à perspectiva do desempenho como um conceito abrangente construído a partir de múltiplas dimensões distintas. No entanto, Miller *et al.* (2013) salientam que – ao nível do enquadramento teórico – esta abordagem requer que seja explicitado em que medida cada variável contribui para o constructo agregado.

Em termos empíricos, conforme destacam Dalton *et al.* (1998), há um predomínio na utilização de indicadores de natureza contabilística e de indicadores baseados no mercado bolsista, ambos indicadores válidos de desempenho financeiro com enfoque no passado e no curto-prazo (indicadores de natureza contabilística) e no futuro e longo-prazo (indicadores baseados no mercado), sendo a relação entre estes indicadores tema de discussão⁹⁰ (Gentry e Shen, 2010). A este propósito Dalton *et al.* (1998, p. 274) salientam que as variáveis de base contabilística são frequentemente criticadas por preocupações relacionadas com a sua manipulação, subvalorização dos ativos, divergências no tratamento contabilístico de amortizações, inventário, etc., diferentes abordagens à consolidação de contas ou diferentes regras contabilísticas em vigor em distintos países. Por outro lado, estas variáveis não incorporam o risco. Ainda de acordo com Dalton *et al.* (1998, p. 275), a utilização de variáveis baseadas no mercado tem como vantagens a incorporação do risco e não serem afetadas pela diversidade das atividades desenvolvidas ou contextos onde as empresas operam, embora sejam influenciáveis por condicionantes não controláveis pela gestão. Porém, as variáveis baseadas no mercado, implicam pressupostos acerca da eficiência do mercado (Gentry e Shen, 2010). Não obstante, à luz das conclusões de Gentry e Shen (2010) e Miller *et al.* (2013), os indicadores contabilísticos e os indicadores de mercado não são equivalentes e representam diferentes perspectivas do desempenho financeiro.

⁹⁰ Gentry e Shen (2010) salientam a existência de autores que consideram que existe relação positiva ou negativa (por exemplo, por expectativa de melhoria de desempenho de uma empresa que apresenta resultados contabilísticos baixos) entre o desempenho contabilístico e o desempenho na perspectiva do mercado e outros que refutam essa relação. Esta discussão tem implicações ao nível das abordagens desenvolvidas por Miller *et al.* (2013) na medida em que podem colocar em causa ou suportar a existência de um constructo de desempenho. A existência de relação positiva implicaria, à luz da argumentação de Gentry e Shen (2010), correspondência entre os resultados obtidos para variáveis de desempenho contabilístico e variáveis de desempenho de mercado.

2.5- Risco empresarial

A investigação sobre governação das sociedades tem, em geral, procurado identificar relações de influência sobre o desempenho empresarial, mas o risco empresarial tem sido objeto de menor atenção, particularmente, conforme salientam Brown *et al.* (2009), no que se refere à implicação dos conselhos de administração na gestão do risco. No entanto, o risco é um aspeto central para os acionistas ao ponto de, conforme destacam Davis *et al.* (1997, p. 26), no contrato estabelecido entre os proprietários e os gestores, os primeiros deverem “decidir quanto risco estão dispostos a assumir com a sua riqueza”. No entanto, são os gestores que tomam as decisões que determinam o risco (Anderson e Fraser, 2000) e, de acordo com Nakano e Nguyen (2012, p. 369), apesar de “algumas empresas poderem falhar em resultado dos riscos assumidos, poucas podem esperar prosperar sem incorrer em algum grau de risco”.

Brown *et al.* (2009) salientam que vários códigos e recomendações sobre a governação das sociedades referem explicitamente o papel do modelo de governação das sociedades ao nível da gestão do risco, especialmente por via do conselho de administração e das suas comissões. De acordo com McNulty *et al.* (2013), após a crise financeira internacional (2008/09), que fica associada a falhas na gestão do risco⁹¹, os reguladores, através dos códigos e recomendações sobre a governação das sociedades, terão reforçado a atenção à problemática do risco e da sua gestão (nomeadamente no Reino Unido). No rescaldo da crise financeira internacional, o enfoque da governação das sociedades no risco também assume relevo acrescido porque, no contexto da estagnação dos mercados para concessão de crédito, é reforçado o papel do capital próprio que, como salientam Brown *et al.* (2009), não beneficia da mesma proteção que a maioria dos contratos de endividamento.

Apesar da referida escassez de trabalhos de investigação centrados na relação entre governação das sociedades e risco (não tão acentuada no caso do sector bancário, como realçam Chen *et al.*, 2006), vários autores têm desenvolvido a sua investigação neste âmbito, como são os casos de John *et al.* (2008) que estudam a relação entre a proteção aos acionistas em diversos países e o risco assumido, de Anderson e Fraser (2000) e Pathan (2009) que centram a análise no risco (medidas de risco baseadas no mercado) das instituições financeiras e de McNulty *et al.* (2013) que estudam a influência dos processos adotados pelo conselho de administração no risco financeiro. Um pressuposto comum assumido por estes trabalhos consiste na preferência da gestão por níveis de risco abaixo

⁹¹ McNulty *et al.* (2013, p. 60), complementarmente, referem que os casos de excessivo risco assumido pela gestão de entidades do setor financeiro (que estiveram na base da crise financeira internacional) põem em causa a “capacidade dos conselhos de administração gerirem o risco”. Esta afirmação gera alguma perplexidade pois, no quadro da argumentação de vários autores (ex. John *et al.*, 2008 e Pathan, 2009), o desafio para a governação é alinhar os gestores e os acionistas atendendo a que os gestores são mais avessos ao risco do que os acionistas. A este propósito, McNulty *et al.* (2013) referem-se a trabalhos de investigação realizados nos EUA suportados em razões de natureza psicológica associadas a decisões arriscadas de atribuição de créditos. Por outro lado, conforme já discutido na secção reservada ao conselho de administração, fica a questão se o conselho de administração deve gerir o risco ou monitorizar a gestão e o risco que as suas ações acarretam para as organizações.

do desejável na perspectiva dos acionistas (ou seja, os gestores têm maior aversão ao risco que os acionistas, e.g., Srivastav e Hagedorff, 2016). Conforme salienta Pathan (2009), os gestores dispõem de riqueza (ativos e capital humano) maioritariamente concentrada na empresa que gerem, e essa riqueza, principalmente o capital humano, não é diversificável, razão porque tendem a assumir uma postura de proteção através de seleção de ativos excessivamente seguros ou através da diversificação ao nível da empresa. Na perspectiva dos acionistas, um aumento de risco permite que beneficiem de uma transferência de riqueza dos credores (Chen *et al.*, 2006).

Brown *et al.* (2009, p. 550) distinguem entre riscos de natureza financeira e de natureza não financeira e referem que a “gestão do risco está focada em permitir às empresas atingir objetivos através do desenvolvimento de atividades conscientes dos riscos”. Tal implica que as empresas clarifiquem quem é responsável pela gestão do risco, como o deve fazer e que sejam adotados os procedimentos para a sua identificação. No que se refere a outras variáveis a incluir na investigação centrada no risco, McNulty *et al.* (2013) realçam as limitações dos indicadores estruturais de governação⁹² e que os efeitos da governação, especialmente centrada nos conselhos de administração, no risco serão mais evidentes em períodos de “anormalidade” do ciclo económico como foi o período da crise financeira internacional (2008/09). Também se referem à importância de estudar a relação da governação com o risco financeiro noutros contextos, além do Reino Unido. Brown *et al.* (2009) acrescentam a importância de analisar convenientemente a diferença de risco entre diferentes setores de atividade e diferentes empresas.

No que se refere à operacionalização de variáveis de risco, Anderson e Fraser (2000), Pathan (2009) e Victorovich *et al.* (2011) recorrem a variáveis que se baseiam na cotação bolsista das empresas (em particular, no caso destes 3 artigos, tratam-se de bancos sedeados nos EUA). No caso específico da banca, Srivastav e Hagedorff (2016) realçam que o risco de mercado permite avaliar o impacto de movimentos adversos no mercado, categorizando o risco em risco de incumprimento (*default risk*), risco de alavancagem, risco de capital próprio, risco de carteira, risco de cauda (*tail risk*) e risco de crédito. Nakano e Nguyen (2012) recorrem, para cálculo das variáveis de risco, ao desempenho na perspectiva do mercado, mas também calculam o risco com base em variáveis contabilísticas.

2.6- Dimensão, setor de atividade e contexto

Para consolidar e complementar a informação dispersa, este ponto trata a dimensão, o setor de atividade e o contexto (este subdividido em contexto institucional e económico).

⁹² Por exemplo, a título do equilíbrio entre administradores executivos e não executivos, McNulty *et al.* (2013) reconhecem a importância do papel dos administradores não executivos para melhorar a monitorização dos comportamentos conducentes a risco excessivo mas, para que tal aconteça, é imprescindível que disponham de informação e competências específicas.

2.6.1- Dimensão

Para que as empresas possam tirar proveito das oportunidades de investimento e, conseqüentemente, de crescimento, na perspectiva de Jensen e Meckling (1976), o acionista-gestor necessita abrir o capital da sua empresa a investidores externos provocando, assim, um aumento dos custos de agência. Numa perspectiva mais abrangente, à luz da teoria de agência, as empresas com maior dimensão tenderão a ter maior número de acionistas (Davis *et al.*, 1997) e serão confrontadas com maiores custos de agência, com implicações ao nível da governação. Adicionalmente, o envolvimento de maior número de acionistas e, também, de *stakeholders* suscita uma maior diversidade de avaliações e exigências, no limite, incompatíveis entre si (Pfeffer e Salancik, 1978), potencialmente geradoras de conflitos e com repercussões nas condições de sobrevivência das empresas. Dalton *et al.* (1998), suportando-se na teoria da dependência de recursos em complemento às funções de monitorização e aconselhamento desenvolvidas pelos conselhos de administração, salientam que a maior dimensão, associada a maior complexidade, pode diluir o impacto das estruturas de governação centradas no conselho de administração no desempenho. Neste quadro, seria mais difícil aos membros do conselho de administração contribuir, de forma clara, para aceder a recursos ou reforçar relações com outras empresas e, por essa via, contribuir para melhorar o desempenho.

Vieito (2012) refere que, num quadro de maior incerteza e mudança no contexto em que desenvolvem a sua atividade, as empresas adotam diferentes estruturas organizacionais para se tornarem mais ágeis, salientado, nesta perspectiva, a importância da dimensão e sugerindo que em organizações de grande dimensão o trabalho em equipa pode ser uma melhor opção comparativamente ao trabalho isolado do CEO. Ainda, no que se refere à organização interna, em geral, verifica-se que as empresas de maior dimensão dispõem de conselhos de administração também eles de maior dimensão. Pfeffer e Salancik (1978) assumem que tal possa constituir uma resposta à necessidade de cooptar recursos ou fazer face à heterogeneidade do ambiente externo. No entanto, a maior dimensão dos conselhos de administração também acarreta exigências acrescidas em termos do seu funcionamento e pode influenciar a velocidade da tomada de decisões. Uma outra implicação decorrente da maior dimensão, conforme ilustram Pathan (2009) no caso da banca, é que, no limite, as empresas sejam grandes demais para falhar (*too-big-to-fail*) com repercussões negativas na qualidade de algumas das decisões. As grandes empresas podem ter maior incentivo a respeitar o quadro legal e a tomar em consideração dos interesses dos *stakeholders* em virtude da sua visibilidade acrescida e conseqüente escrutínio público (Luoma e Goodstein, 1999).

Dang *et al.* (2018) destacam que a dimensão da empresa é uma característica muito relevante mas são escassos os estudos que façam uma análise sistemática das implicações decorrentes da utilização de diferentes representações da dimensão⁹³, concluindo com a

⁹³ Dang *et al.* (2018) verificam que as variáveis mais frequentemente utilizadas para representar a dimensão das empresas são, por esta ordem, o ativo total, o valor de mercado (capitalização bolsista) e o volume de vendas e recorrem ao logaritmo natural destas variáveis (atendendo à assimetria da variável). Outras variáveis menos comuns são o número de colaboradores e o ativo líquido.

sua análise que, apesar da correlação entre variáveis de dimensão oscilar entre 0,77 e 0,92 (recorrendo aos logaritmos naturais das variáveis), os “estudos prévios não são robustos a diferentes representações (*proxies*) da dimensão da empresa” (Dang *et al.*, 2018, p. 159), o que verificam na replicação de estudo sobre governação das sociedades, sendo algumas medidas de dimensão mais apropriadas para determinados tipos de análise, justificando que a escolha seja adequadamente suportada na teoria e na evidência empírica, o que permite estabelecer um paralelismo com a argumentação de Miller *et al.* (2013) a propósito da seleção de medidas alternativas de desempenho empresarial. Assim sendo, Dang *et al.* (2018) propõem que sejam utilizadas as diferentes variáveis para testar a robustez dos resultados ou, em alternativa, atendendo às vantagens e desvantagens específicas de cada variável, seja claramente suportada a escolha da variável pois, para além de alterações nos coeficientes da própria variável de dimensão, verificam que as implicações se estendem aos coeficientes de outras variáveis independentes em análise. A propósito das características específicas de cada variável, Dang *et al.* (2018, p. 161) colocam em relevo que “o ativo total mede o total dos recursos da empresa”, a capitalização bolsista envolve as oportunidades de crescimento da empresa e a condição do mercado bolsista e o volume de vendas mede a competição no mercado do produto e não perspectiva o futuro”. Na análise realizada, Dang *et al.* (2018) também consideram a magnitude dos impactos subjacentes ao estudo do desempenho e do risco, tendo concluído que deve ser tida particular atenção quando o estudo se foca no desempenho das empresas (especialmente por via de correlação mecânica⁹⁴).

2.6.2- Setor de atividade

Vários autores (e.g., Schmidt e Brauer, 2006; Renders e Gaeremynck, 2012) têm salientando a importância do contexto em contraponto à tendência para uniformizar os mecanismos de governação adotados nas empresas, especialmente com referência às empresas cotadas sujeitas ao cumprimento de normas sobre a sua governação. Um dos argumentos refere-se à complexidade da atividade das empresas que, em geral, é homogénea no setor de atividade em que operam. A este propósito, Brown *et al.* (2009) referem-se ao setor das biotecnologias como exemplo de um setor cuja atividade se caracteriza pela elevada complexidade ao nível da gestão do risco mas que, no seu entender, revela que o modelo de governação “tradicional” não se ajusta às especificidades das empresas. Na mesma linha, McNulty *et al.* (2013) realçam a importância do ambiente da atividade empresarial, em particular a sua complexidade, que pode limitar a capacidade dos conselhos de administração acompanharem os fluxos de informação. Considerando essa dificuldade, os conselhos de administração veem diminuída a sua capacidade para, por exemplo, gerir o risco de forma eficaz. Apesar desta argumentação, Barney (2001) sustenta que, apesar da variabilidade entre setores de atividade, as especificidades de cada empresa são mais relevantes do que as diferenças entre setores de atividade.

⁹⁴ Tal ocorreria, por exemplo, na utilização da capitalização bolsista numa regressão cuja variável de interesse seja calculada com recurso à capitalização bolsista (caso do Q de Tobin, entre outras).

Davis *et al.* (1997) proporcionam uma leitura sobre as diferenças entre empresas e setores de atividade, baseada nas características da atividade, referindo que, quando prevalece a importância do controlo de custos e da produtividade, uma abordagem baseada no controlo será apropriada, mas não é sustentável no longo prazo (considerando, inclusivamente, uma tendência para o desaparecimento deste tipo de abordagens). No quadro do ambiente de incerteza e custos de trabalho elevados, uma abordagem baseada no envolvimento seria vantajosa. Sobressai, adicionalmente, a relação que os autores estabelecem entre estas orientações ou filosofias de gestão (como os autores as denominam) e o risco, salientando que a orientação para o controlo⁹⁵ é apropriada em contextos de estabilidade e a orientação para o envolvimento apropriada para contextos de instabilidade e incerteza.

No âmbito do setor de atividade assume particular relevo a distinção entre as empresas do setor financeiro e as empresas dos setores não financeiros, realçando-se a opção de múltiplos autores por não tratarem simultaneamente empresas do setor financeiro e de outros setores. Srivastav e Hagendorff (2016) discutem algumas das razões que justificam a autonomização do estudo dos bancos, nomeadamente o facto de, na sua essência, a atividade bancária 1) se basear em informação, 2) ser caracterizada por elevada opacidade (com implicações na capacidade dos *stakeholders* externos avaliarem o valor dos ativos do banco), 3) ser caracterizada por estruturas financeiras baseada em elevado endividamento (com implicações no risco) e 4) existirem garantias governamentais relativamente aos depósitos bancários (potencialmente induzindo que os bancos assumam riscos superiores aos desejáveis). Nessa medida, ainda de acordo com Srivastav e Hagendorff (2016), a própria governação dos bancos deve ter em linha de conta, para além dos interesses dos acionistas, os interesses dos governos e dos contribuintes (que, em última instância, são chamados a participar no esforço de equilíbrio das instituições bancárias. Também no caso específico dos bancos, Pathan (2009, p. 1340) realça tratar-se de uma atividade “intensamente regulada”.

Luoma e Goodstein (1999) realçam que nos setores regulados o contexto legal é mais relevante e as empresas sujeitas a maior escrutínio dos governos (e também do público) incluindo, entre estes, os serviços públicos (*utilities*), o setor financeiro (nomeadamente a banca), transportes (nomeadamente a ferrovia) e as empresas farmacêuticas. Tal contribuirá para que as empresas incorporem nos seus sistemas de governação mecanismos específicos, como é o caso da inclusão de *stakeholders* nos conselhos de administração. Holburn e Bergh (2008) realçam que, em determinados setores (regulados), o desempenho das empresas depende não só da sua capacidade para serem competitivas, mas também da capacidade de influenciarem o ambiente regulatório, o que, não sendo explicitado pelos próprios, interliga com a teoria da dependência de recursos. Apesar da importância da regulação, Holburn e Bergh (2008, p. 521) consideram que existem poucos estudos centrados “nas estratégias utilizadas pelas empresas para melhorar a natureza do seu ambiente regulatório”, embora sejam mais ativas do que as

⁹⁵ Davis *et al.* (1997) salientam, adicionalmente, que os sistemas orientados para o controlo visam evitar as vulnerabilidades e, por essa via, são sistemas que dispensam a necessidade de existência de confiança entre as partes envolvidas. A confiança é especialmente relevante no caso dos sistemas orientados para o envolvimento.

empresas que não estão sujeitas a idêntico nível de regulação. Entre as atividades desenvolvidas, Holburn e Bergh (2008) salientam diferentes abordagens de acordo com a dimensão das empresas (isoladamente ou em articulação com outras) e divulgação de informação.

2.6.3- Contexto

O contexto também influencia a atividade das empresas, seja pela complexidade, a disponibilidade de recursos (financeiros ou outros), ou pelo nível de proteção que os *stakeholders*, com particular destaque para os investidores externos (La Porta *et al.*, 2000), beneficiam na relação com as empresas (outros *stakeholders* como os trabalhadores e fornecedores também são afetados pela qualidade do sistema legal, mas não de forma tão acentuada como os investidores externos). Porém, as implicações dos sistemas legais, ainda de acordo com La Porta *et al.* (2000), estendem-se ao funcionamento dos sistemas de governação. Assim, neste particular, dá-se particular relevo ao contexto institucional, centrado nas diferenças entre os sistemas legais em distintos países europeus e em diferenças culturais, e ao contexto económico, em particular, centrado na crise financeira internacional de 2008/09.

2.6.3.1- Contexto institucional

La Porta *et al.* (2000) e García Lara *et al.* (2005) realçam as diferenças entre os países baseados no direito comum (*common-law*) (EUA e RU) e os países baseados no direito civil (*code-law*) (Europa Continental)⁹⁶ e, no caso europeu, Matos e Faustino (2012) salientam a diferença entre as empresas sediadas no Reino Unido e Irlanda e as empresas sediadas nos restantes países Europeus⁹⁷. Shleifer e Vishny (1997) salientam a importância do sistema legal na perspectiva dos direitos para os acionistas exercerem os seus direitos de voto. La Porta *et al.* (2000) consideram que a distinção centrada nos sistemas legais e na capacidade de fazer cumprir a lei é mais relevante para compreender a governação das sociedades do que as diferenças nos sistemas financeiros⁹⁸ (mais ou

⁹⁶ Luoma e Goodstein (1999) salientam que o quadro legal está interligado com o contexto cultural em que as empresas operam e, nessa medida, as empresas procuram obter legitimação à luz das características desse contexto cultural.

⁹⁷ La Porta *et al.* (2000) destacam, no quadro dos países europeus, que os países que se baseiam na lei francesa apresentam menor proteção aos investidores externos que os países que se baseiam na lei alemã ou escandinavos.

⁹⁸ Na realidade, também, de acordo com La Porta *et al.* (2000) os sistemas financeiros são influenciados pelos sistemas legais que são pré-existentes. Em complemento, La Porta *et al.* (2000, p. 13) consideram que o nível de proteção aos investidores proporcionado pelo sistema legal (visto na perspectiva das leis existentes e na capacidade para assegurar o seu cumprimento) influencia a estrutura acionista (maior concentração acionista ou de direitos de voto em países com menor nível de proteção), o nível de “desenvolvimento dos mercados financeiros” (verificando-se, em países com maior proteção acionista a existência de maior número de empresas cotadas em bolsa e acesso a formas de acesso a recursos financeiros baseadas no mercado, por exemplo, ofertas públicas de venda) e contribui para o crescimento

menos orientados para o recurso à banca para financiamento das empresas), pelo nível de proteção que o sistema legal concede aos investidores. Nos países baseados no direito comum regista-se grande dispersão acionista e os acionistas, em caso de necessidade, podem processar os gestores e administradores caso estes não disponibilizem informação (principalmente a má) atempadamente. Ou seja, em caso de incumprimento por parte dos responsáveis pelas organizações, o sistema legal permite a sua responsabilização direta. Porém, nos países baseados no direito civil, os principais fornecedores de capital são os bancos que acompanham a evolução da empresa com base noutros elementos⁹⁹, havendo um maior conservadorismo ao nível do balanço das empresas com implicações em termos dos resultados (García Lara *et al.*, 2005). Para além das implicações já referidas, La Porta *et al.* (2000) também aludem às diferenças entre os sistemas de governação baseados no papel da banca (que tende a estabelecer relacionamentos de longo prazo com os clientes e deter influência em alguns domínios, por exemplo, através de lugares no conselho de administração) e os sistemas de governação baseados no mercado (contexto em que as aquisições hostis assumem relevo enquanto mecanismo de governação), mas reconhecem que este tipo de distinção incorpora múltiplas limitações.

Para além da diferença entre os sistemas legais, também é relevante a capacidade do sistema legal de cada país assegurar a proteção dos investidores, na medida em que a reputação da empresa na sua relação com os acionistas se torna mais relevante em países com fraca proteção aos investidores (García Lara *et al.*, 2005). García Lara *et al.* (2005) referem ainda as diferenças ao nível da relação entre contabilidade e fiscalidade pois, no caso dos países baseados em direito civil, os impostos decorrem dos resultados contabilísticos e, por motivos de adiamento ou redução dos impostos, poderá haver adequação dos resultados com o propósito de gestão desta rubrica de custo (o que também pode ter repercussões na utilização das variáveis de desempenho contabilístico).

Davis *et al.* (1997), por seu lado, observam a diferença entre países noutra perspetiva procurando identificar os traços que configuram melhor enquadramento para a adoção nas empresas da teoria de agência ou da teoria de *stewardship*. Uma das questões que sobressai (no quadro dos fatores situacionais) é a cultura, em particular, vista na perspetiva das dimensões individualismo *vs.* coletivismo¹⁰⁰ que associam, respetivamente, à teoria de agência e à teoria de *stewardship*. Os autores notam que o individualismo é um padrão cultural encontrado nos EUA, Canadá e Europa Ocidental ao passo que o coletivismo é comum na Ásia, América do Sul e Sul da Europa, acrescentando que a cultura nacional influencia a orientação dos cidadãos no sentido de assumirem uma postura mais individualista ou coletivista, mas existe uma variação entre os indivíduos que, recebendo outras influências, acabam por se posicionar no eixo individualismo-coletivismo. Kim *et al.* (2009), por seu lado, referem-se à importância das questões

das economias por via do desenvolvimento dos mercados financeiros (maior poupança canalizada para mais e melhores investimentos).

⁹⁹ Os bancos podem, inclusivamente, se forem credores com relevo podem assumir um protagonismo similar ao dos acionistas (Shleifer e Vishny, 1997).

¹⁰⁰ Davis *et al.* (1997) também se referem de forma similar à distância ao poder, observando que em contextos nacionais onde existe uma cultura de elevada distância ao poder as organizações se caracterizam pela centralização e diferenças acentuadas na autoridade, salários e outros benefícios.

relacionadas com diferenças culturais, institucionais e políticas na configuração dos conselhos de administração, apresentando como exemplos os sistemas duais exigidos em alguns países ou diferenças culturais como as prevalentes no Japão. Luoma e Goodstein (1999), estabelecendo a ligação com a teoria institucional, destacam o papel desempenhado pelo “ambiente” institucional ao nível da governação das sociedades, por exemplo, no que se refere à representação de *stakeholders* nos conselhos de administração e, de forma mais abrangente, as respostas estruturais desenvolvidas pelas empresas para responder às prioridades das sociedades onde se inserem.

2.6.3.2- Contexto económico

Van Essen *et al.* (2013) admitem a possibilidade do contexto, no caso particular a crise financeira internacional¹⁰¹, influenciar a relação entre a governação das sociedades e o desempenho, salientando que a autonomia da gestão (*managerial discretion*) contribui para melhorar o desempenho das empresas quando é concedido maior poder ao CEO que, simultaneamente, é presidente do conselho de administração. Os autores enquadram esta evidência no âmbito da literatura centrada na autonomia da gestão que “realça o valor da liderança decisiva em contexto de incerteza” (Van Essen *et al.*, 2013, p. 202). McNulty *et al.* (2013) também referem o interesse no estudo do impacto de diferentes tipologias de conselhos de administração em diferentes momentos dos ciclos económicos (pré, durante e após crises), mas reconhecem que a natureza transversal do seu estudo não permite essa análise.

Neste quadro, a governação das sociedades deve ser adequada de forma a dotar a empresa, em cada momento, dos instrumentos necessários aos desafios decorrentes do contexto. Assim, nas palavras de Van Essen *et al.* (2013, p. 220) “as recomendações sobre governação centradas na limitação da autonomia da gestão devem ser otimizadas em vez de serem maximizadas, e os conselhos de administração das empresas devem considerar “soltar as rédeas” para permitir à gestão sénior que responda eficazmente às circunstâncias em mutação”. Esta perspetiva conflitua, em certa medida¹⁰², com a estabilidade que Larcker *et al.* (2007) reconhecem existir nas estruturas de governação. De qualquer das formas, Van Essen *et al.* (2013) salientam, na discussão dos seus resultados, a importância de, na investigação sobre governação das sociedades, se tomar em consideração em que medida as relações que se estabelecem dependem de outros fatores.

¹⁰¹ Van Essen *et al.* (2013) complementam a sua apreciação sobre o tema salientando que o aumento do rigor ao nível da governação durante a resposta a uma crise pode ser contraproducente, na medida em que tal limita a capacidade de resposta da gestão aos desafios decorrentes do ambiente externo.

¹⁰² Se, por um lado, existe alguma rigidez em questões formais, por exemplo, o número de administradores e a separação de funções, pode haver alguma flexibilização na relação entre o conselho de administração e a comissão executiva e outros ajustamentos, por exemplo na frequência de reuniões conforme reportado por Felício *et al.* (2014) no quadro da governação de bancos europeus no período 2006 a 2010.

Capítulo 3 – Modelo de Investigação, Hipóteses de Trabalho e Variáveis

O presente capítulo centra-se no modelo de investigação, hipóteses de trabalho e nas variáveis do modelo. O modelo de investigação e as hipóteses de trabalho suportam-se na revisão da literatura. Evidenciam-se as principais variáveis de governação, as variáveis para aferição do desempenho empresarial, as variáveis representativas do risco empresarial e, por fim, as variáveis de controlo.

3.1- Introdução

Apesar do entendimento generalizado sobre a importância de dotar as empresas de bons sistemas de governação refletindo o potencial de efeitos positivos no desempenho e no risco, os trabalhos de natureza empírica nem sempre demonstram a existência dessas relações e que, existindo, estejam de acordo com as hipóteses formuladas. No capítulo anterior foram identificados vários contributos teóricos que permitem formular hipóteses sobre as relações estabelecidas entre os mecanismos de governação (principalmente internos) e o desempenho e risco empresariais¹⁰³ e, também, os agrupamentos de mecanismos de governação com o propósito de proporcionar uma leitura abrangente sobre as relações estabelecidas no âmbito das empresas. Para além da abrangência em termos do suporte teórico e dos mecanismos de governação, pretende-se assegurar a diversidade das variáveis de desempenho e de risco, admitindo que as empresas possam assumir diferentes opções, por exemplo, no que se refere ao desempenho contabilístico e ao desempenho na perspetiva do mercado bolsista ou ao nível do risco. Neste quadro, tendo presente a argumentação de Miller *et al.* (2013), a propósito da abordagem dos constructos separados¹⁰⁴, começa-se por identificar o modelo de investigação e hipóteses de trabalho de forma genérica e, depois de identificadas as variáveis a utilizar, apresenta-se o modelo na sua versão alargada com a identificação de todas as variáveis.

3.2- Modelo de investigação e hipóteses de trabalho

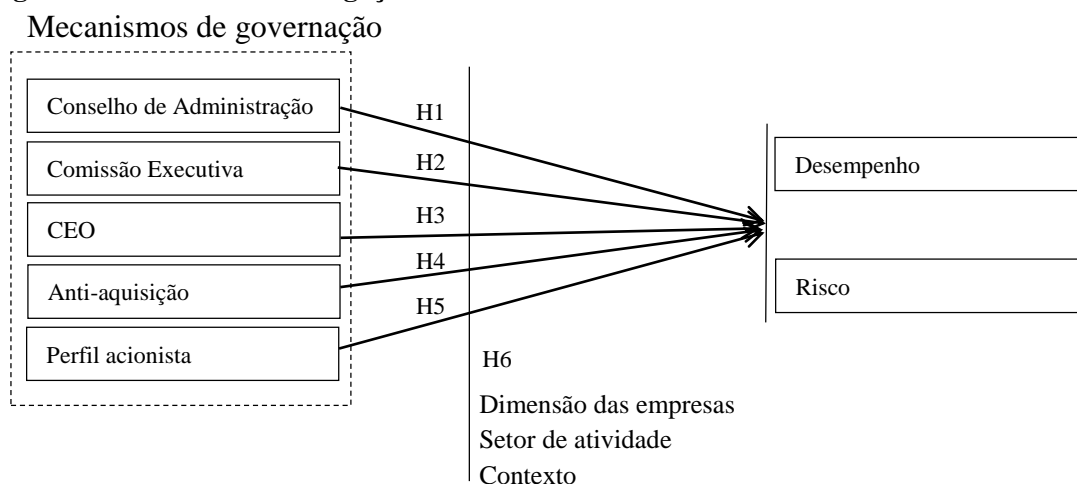
O modelo de investigação centra-se na relação dos mecanismos de governação, agrupados em conselho de administração, comissão executiva, presidente da comissão executiva, anti-aquisição e perfil acionista, com o desempenho e o risco empresariais (Figura 1).

¹⁰³ Porém, por vezes, as relações esperadas podem ser contraditórias (como é o caso da concentração de funções à luz da teoria de agência e da teoria de *stewardship*) e outras vezes complementares, como é o caso dos administradores externos (maior monitorização à luz da teoria de agência e acesso a recursos no âmbito da teoria da dependência de recursos).

¹⁰⁴ Miller *et al.* (2013) referem que, nesta abordagem, não é expectável que nas hipóteses de trabalho seja feita referência genérica a “desempenho empresarial” devendo, em detalhe, ser evidenciada cada uma das variáveis de desempenho. No entanto, tal produziria um número particularmente alargado de hipóteses e/ou sub-hipóteses.

Consideraram-se como variáveis de controlo a dimensão das empresas, o setor de atividade e o contexto.

Figura 1 – Modelo de investigação



As hipóteses de trabalho apresentam uma formulação genérica e são as seguintes:

H1: Os mecanismos de governação associados ao conselho de administração influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas;

H2: Os mecanismos de governação associados à comissão executiva influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas;

H3: Os mecanismos de governação associados ao CEO influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas;

H4: Os mecanismos de governação associados às medidas anti-aquisição influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas;

H5: Os mecanismos de governação associados ao perfil acionista influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas;

H6: A dimensão das empresas, o setor de atividade e o contexto influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas.

3.3- Variáveis do modelo

O modelo de investigação incorpora três tipos de variáveis (Carlson e Wu, 2012)¹⁰⁵, nomeadamente as variáveis independentes, correspondentes aos mecanismos de

¹⁰⁵ Carlson e Wu (2012) referem que as variáveis podem desempenhar três funções, sendo as mais comuns as variáveis independentes e as variáveis dependentes. Existe um terceiro grupo de variáveis que, na perspetiva destes autores, tem implicações na compreensão das relações entre as variáveis independentes e as variáveis dependentes, incluindo-se aqui as variáveis mediadoras, moderadoras e de controlo. Acrescentam (Carlson e Wu, 2012, p. 414) que as variáveis de controlo são “comumente utilizadas para capturar os fatores que são de forma ampla definidos como estranhos ao efeito desejado – por vezes referidos como variância “incómoda” (“nuisance”)”. Outros autores adotam abordagens distintas,

governança, as variáveis de interesse (variáveis dependentes), correspondentes ao desempenho e risco empresariais, e, finalmente, as variáveis de controlo que são a dimensão da empresa, o setor de atividade e o contexto. As variáveis independentes são agrupadas em conselho de administração, comissão executiva, presidente da comissão executiva, anti-aquisição e perfil acionista. As variáveis de interesse referem-se ao desempenho e ao risco. Todas as variáveis são identificadas na literatura, conforme se descreve nas sub-secções seguintes.

3.3.1- Variáveis independentes

As variáveis independentes do modelo de investigação estão agrupadas em conselho de administração, comissão executiva, presidente da comissão executiva (CEO), adoção de medidas anti-aquisição e perfil acionista. As variáveis estruturais, definidas por Larcker *et al.* (2007, 964) como “medidas de governança das sociedades que podem ser produzidas por observadores externos”, são comuns em sistemas de *rating*, índices de governança das sociedades e trabalhos de investigação sobre governança das sociedades, assumindo, segundo Schmidt e Brauer (2006, p. 16), a informação relativa à “composição e independência do conselho de administração, a compensação dos executivos e administradores, a propriedade da empresa e independência do auditor, como *proxies* para as práticas de governança das sociedades”. Schmidt e Brauer (2006), no entanto, mostram-se críticos relativamente à utilização de variáveis estruturais, realçando que os estudos baseados nestes elementos de fácil mensuração e de natureza “simplista” têm tido “impacto limitado” na eficácia dos conselhos de administração, realçando não ser possível distinguir a governança eficaz da governança ineficaz através de variações nas estruturas de governança. Larcker *et al.* (2007) reconhecem, nesta linha, ser possível desenvolver outro tipo de medidas, por exemplo a partir de entrevistas, mas a sua operacionalização, especialmente num quadro de análise de grandes amostras, revela-se impraticável.

Larcker *et al.* (2007) referem-se à importância de dispor de um número adequado de dimensões de governança das sociedades¹⁰⁶ para evitar os problemas decorrentes da omissão de variáveis correlacionadas, mas revelam a preferência pela utilização de

como é o caso de Sekaran (2003, p. 88) que se refere à existência de 4 tipos de variáveis, especificamente as variáveis dependentes, as variáveis independentes, as variáveis moderadoras (*moderating*) e as variáveis intervenientes (*intervening*). Por seu lado, Wooldridge (2002a, p. 23) identifica terminologias alternativas adotadas para a designação das variáveis dependentes e independentes, considerando que “variável de controlo” constitui uma designação alternativa a “variável independente” embora a adoção de “variável de controlo” seja “utilizada principalmente nas ciências experimentais, onde a variável x está sob o controlo do experimentador”. Observa-se, no entanto, que vários autores (e.g., Larcker *et al.*, 2007) se referem a variáveis de controlo num sentido distinto do preconizado por Wooldridge (2002a).

¹⁰⁶ Larcker *et al.* (2007) no seu trabalho consideram 39 variáveis de governança das sociedades ou indicadores estruturais que agrupam do modo seguinte: a) Conselho de administração com 21 variáveis; b) Propriedade com 4 variáveis; c) Propriedade institucional com 3 variáveis; d) Ativismo com 2 variáveis; e) Endividamento com 2 variáveis; f) Remuneração com 2 variáveis; e, g) Anti-aquisição com 5 variáveis.

índices, sublinhando que estes apresentam melhor fiabilidade¹⁰⁷ do que as variáveis utilizadas de forma isolada¹⁰⁸ (que reconhecem ser a prática mais comum). Neste trabalho, reconhece-se a importância de dispor de um leque alargado de variáveis de governação. Atendendo ao detalhe de análise e às dificuldades inerentes à construção de índices, opta-se por focalizar a análise nas variáveis individualmente. Apesar do esforço desenvolvido, no sentido de englobar um leque abrangente de variáveis de governação das sociedades, reconhece-se a existência de outras variáveis com interesse para a análise das relações entre governação das sociedades e desempenho e risco, que caem fora do âmbito do trabalho, incluindo-se nesse lote, principalmente, as variáveis externas de governação das sociedades, como é o caso das avaliações externas (Schmidt e Brauer, 2006) ou do endividamento (Shleifer e Vishny, 1997; Larcker *et al.*, 2007) ou, de forma mais abrangente, a estrutura de financiamento.

3.3.1.1- Conselho de administração

Kim *et al.* (2009) consideram que a eficácia das diferentes configurações do conselho de administração é influenciada pelo ambiente competitivo da empresa, em particular, o dinamismo, que influencia a necessidade de velocidade estratégica, e a complexidade, que determina a necessidade de variedade estratégica. Neste quadro, a falta de consenso na literatura sobre a influência dos conselhos de administração no desempenho poderá justificar-se pelo desalinhamento entre determinada configuração de um conselho de administração e as exigências do ambiente competitivo. Apesar das críticas à utilização de indicadores estruturais de governação e das propostas com vista à utilização de outro tipo de indicadores, Schmidt e Brauer (2006, p. 19) reconhecem que a qualidade das intervenções dos conselhos de administração também é capturada por indicadores estruturais, tais como, a composição e áreas de especialização dos seus membros. Eisenhardt (1989) refere-se à importância da informação que está à disposição do conselho de administração, salientando, a este nível, o número de reuniões do conselho de administração, o número de comissões especializadas existentes, a antiguidade¹⁰⁹ e experiência (de gestão e no setor de atividade) dos membros do conselho de administração e, adicionalmente, a representação no conselho de administração de grupos específicos de acionistas. Van Essen *et al.* (2013) também se referem à experiência e educação financeira dos membros do conselho de administração. Neste quadro, nas próximas secções, são tratados, respetivamente, a dimensão, a independência, a diversidade, a

¹⁰⁷ Larcker *et al.* (2007) reconhecem, no entanto, várias limitações dos índices que constroem e recomendam que investigação futura possa retomar o desenvolvimento de melhores índices de governação das sociedades.

¹⁰⁸ Larcker *et al.* (2007) salientam que a utilização de variáveis de forma isolada para capturar fenómenos mais complexos se traduzirá na inconsistência dos coeficientes das regressões.

¹⁰⁹ Este tema, embora tratado mais adiante na perspetiva do presidente da comissão executiva, tem interesse próprio no âmbito do conselho de administração. McNulty *et al.* (2013) admitem que a antiguidade do conselho de administração pode ampliar os problemas de agência entre os membros executivos e os membros não executivos e Muth e Donaldson (1998) salientam questões como a coesão social acrescida, com efeitos na velocidade de obtenção de consensos, que à luz da teoria de *stewardship* se reflete positivamente no desempenho.

frequência de reuniões, as comissões e as relações externas dos conselhos de administração.

a) Dimensão do conselho de administração

A dimensão do conselho de administração consubstancia-se no número de membros (McNulty *et al.*, 2013), habitualmente em número ímpar, que constitui este órgão societário. Em geral, têm um mínimo de 3 membros e, no caso de empresas de muito grande dimensão, podem atingir mais de 20 membros. Num estudo sobre empresas dos EUA, Larcker *et al.* (2007) verificaram que o número médio de membros do conselho de administração era 8,78. Grove *et al.* (2011), analisando especificamente o setor bancário nos EUA, verificaram que o número médio de administradores era 11,56 e que os conselhos de administração analisados tinham entre 5 e 26 membros e Felício *et al.* (2014), num estudo sobre o setor bancário na Europa, verificaram que os conselhos de administração tinham, em 2010, uma média de 13,35 membros.

Numa perspetiva centrada na teoria da agência, conforme destacam Muth e Donaldson (1998), os conselhos de administração de maior dimensão requerem maior esforço por parte dos CEOs para alcançar consensos e, por este motivo, terão maior dificuldade em exercer a sua influência. Ou seja, os conselhos de administração serão mais independentes, traduzindo-se em desempenho acrescido por se assegurar o melhor alinhamento entre os principais e agentes. Complementarmente, considerando a importância dos recursos, um conselho de administração com maior número de membros poderá envolver administradores como facilitadores no acesso a recursos relevantes para a empresa, o que também se traduz em benefícios para o desempenho. No entanto, conforme verificam Wintoki *et al.* (2012), a existência de relações negativas entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho faz pressupor que os custos de coordenação de conselhos de administração de maior dimensão levam ao decréscimo da monitorização por dificuldades de comunicação, *free-riding*, etc. Estes resultados também são interpretáveis à luz da teoria de *stewardship* e, neste quadro, Muth e Donaldson (1998) realçam que um conselho de administração com número inferior de membros poderá facilitar a participação, coesão e alcançar consensos, o que se traduzirá de forma positiva no desempenho. Nakano e Nguyen (2012) salientam que a divergência de resultados acerca da relação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho pode advir das necessidades das diferentes necessidades das empresas em termos de aconselhamento e monitorização.

Numa análise distinta, Kim *et al.* (2009) relevam a importância da dimensão dos conselhos de administração por influírem na capacidade de ação estratégica da equipa de gestão de topo, essencialmente suportados pela maior diversidade de experiências, o que coloca um desafio maior à sua coordenação, resultando daí uma redução da velocidade, sendo necessário apreciar o impacto dos conselhos de administração à luz da velocidade e da complexidade exigidas. McNulty *et al.* (2013) destacam que os conselhos de administração numerosos são comuns nas empresas de maior dimensão e que, simultaneamente, são colocados perante assuntos de maior complexidade e ambiguidade, envolvendo administradores com diversidade em termos de educação, funções e

anteriores em termos de indústria. Wintoki *et al.* (2012) referem-se, por seu lado, à implicação do histórico da empresa na dimensão do conselho de administração realçando que empresas de maior dimensão são mais hierarquizadas e, nesse quadro, apreciam maior número de decisões tomadas pela gestão de topo.

No que se refere ao risco, considerando a dificuldade na coordenação de conselhos de administração de maior dimensão e os respetivos problemas de comunicação e organização, McNulty *et al.* (2013) consideram que a menor dimensão se associa a maior eficácia no desempenho da função de gestão de risco, mas que o contrário também pode acontecer dado o acréscimo no controlo e aconselhamento proporcionado por administradores adicionais. Por seu lado, Nakano e Nguyen (2012) consideram que os maiores conselhos de administração, pelas dificuldades em alcançarem consensos, se associam a menor nível de risco, embora esta relação possa ser moderada pelas oportunidades de crescimento. Também admitem que as empresas expostas a condições de maior risco optem por conselhos de administração de menor dimensão. Em termos empíricos, com base numa amostra de empresas Japonesas, Nakano e Nguyen (2012) verificam essa relação.

Pelo exposto, a maior ou menor dimensão dos conselhos de administração pode repercutir-se diferentemente no desempenho e no risco, sugerindo a existência de pontos de otimização, conforme admitido por Muth e Donaldson (1998), e, conseqüentemente, relações de natureza não linear. McNulty *et al.* (2013), que também admitem a existência de relações não lineares, consideram que não é desejável que os conselhos de administração sejam muito pequenos ou muito grandes. No entanto, como realçam Monks e Minow (2008), atualmente a dimensão do conselho de administração pode decorrer da necessidade de dar resposta às recomendações sobre a governação das sociedades (por exemplo, alcançar determinada percentagem de membros independentes sem afastar os que já pertenciam ao conselho de administração ou a criação de comissões especializadas), o que pode influir na interpretação dos resultados. Apesar do suporte à dimensão do conselho de administração enquanto variável de governação, Bhagat e Bolton (2008) consideram que se trata de uma variável de controlo.

b) Independência do conselho de administração

A aferição da independência dos membros dos conselhos de administração tem sido tema de ampla discussão pela existência de distintas definições (Westphal e Graebner, 2010), nomeadamente em diferentes contextos/países (Monks e Minow, 2008), e pela dificuldade em obter dados confiáveis, levando diferentes autores a procurar medidas alternativas. De acordo com Monks e Minow (2008) e Pathan (2009), a independência verifica-se quando a relação de negócios com a empresa decorre unicamente do cargo de administrador, não sendo ou tendo sido funcionário (ou os seus familiares diretos) da empresa e não tendo quaisquer relações de negócio significativas com a empresa, mas Dalton *et al.* (1998) consideram que a independência decorre da verificação de duas condições: ser membro externo e ter maior antiguidade no conselho de administração que o CEO (pois só assim não sentirão qualquer obrigação relativamente ao CEO). Van Essen *et al.* (2013, p. 206) também se referem à importância da independência do conselho de

administração, identificada como “o grau em que o conselho de administração opera independentemente de representantes da empresa (*corporate insiders*) ou grandes acionistas”.

No quadro da teoria da agência, em que os conselhos de administração têm a função de controlar efetivamente a gestão, Westphal e Graebner (2010) consideram que, para além da independência formal (o administrador não ter ligação contratual à empresa), se deve considerar a independência social¹¹⁰. Neste quadro, a independência formal pode ser elevada, mas a independência social ser baixa e, por esta razão, o efeito, em termos de qualidade do mecanismo de governação, perde-se¹¹¹ não permitindo que sejam protegidos os interesses dos acionistas (Monks e Minow, 2008)¹¹². Wintoki *et al.* (2012), por seu lado, observam a independência como o resultado de um processo negocial entre o CEO e o conselho de administração (o poder negocial do CEO decorre das suas capacidades relativamente às de outros candidatos para o cargo) que irá influenciar o tipo de monitorização exercida, na medida em que esta depende da leitura que o conselho de administração faz sobre as capacidades do CEO e a correção das expectativas que faz atendendo ao desempenho real. Assim, no caso de mau desempenho prévio, o CEO terá menos poder vendo-se compelido a aceitar mais decisões dos administradores independentes, pelo que a independência do conselho de administração estará negativamente relacionada com o desempenho histórico da empresa.

Muth e Donaldson (1998) reconhecem as dificuldades na medição da independência e destacam que esta deve ser analisada na perspetiva de um constructo de variáveis que pode ser designado por independência do conselho de administração e inclui a dimensão do conselho de administração, a idade dos administradores, a antiguidade (*tenure*) dos administradores e o nível de alinhamento com os proprietários. Larcker *et al.* (2007), pelas mesmas razões, também observam as relações entre os administradores e a empresa através de conceitos alternativos à independência, socorrendo-se do conceito de administradores “afiliados” salientando que a presença deste tipo de administradores (no conselho de administração e nas suas comissões) influencia negativamente a independência. No entanto, outros autores, como é o caso de Wintoki *et al.* (2012) acabam por focalizar a análise na percentagem de administradores externos à empresa sem funções executivas.

¹¹⁰ A propósito da distinção entre independência formal e independência social, Westphal e Graebner (2010) salientam que a investigação no âmbito comportamental revela que, na presença de laços de amizade com o CEO, os administradores se sentirão limitados em algumas decisões (por exemplo, sobre o despedimento do CEO). Também Monks e Minow (2008, p. 228) destacam a diferença entre a independência formal e o que designam como “independência de espírito”.

¹¹¹ Westphal e Graebner (2010) valorizam a discussão (já referida no capítulo 2) centrada no esforço feito por algumas empresas para transmitir uma imagem que não corresponde à realidade, neste caso, ao nível da independência. Estes autores verificam que, quando o CEO tem elevada influência social, as baixas avaliações por parte de analistas externos são seguidas por aumentos na percentagem de administradores formalmente independentes pois, conforme os mesmos autores demonstram, tal aumento se associa positivamente à melhoria das avaliações dos analistas externos.

¹¹² Monks e Minow (2008) referem-se também à importância dos administradores independentes terem ao seu dispor “uma estrutura lhes que torne possível monitorizar mais eficazmente”.

Interligando a discussão sobre a independência com as teorias de agência e *stewardship*, Muth e Donaldson (1998) salientam que os conselhos de administração independentes são mais eficazes no quadro da separação entre a iniciativa e a gestão das decisões. Por este motivo, os conselhos de administração independentes contribuem para melhorar o desempenho das empresas. No entanto, uma maioria de administradores executivos, à luz da teoria de *stewardship*, aporta à empresa uma maior experiência e competência, para além de melhorar a comunicação, condições relevantes para a eficácia dos conselhos de administração, mas reduz o acesso a informação e recursos externos (Dalton *et al.*, 1998). Assim, tal como Muth e Donaldson (1998) destacam, no que se refere à independência dos conselhos de administração, as teorias de agência e de *stewardship* estão em confronto direto. Pathan (2009), por seu lado, realça o facto de os administradores independentes poderem representar no conselho de administração, para além dos interesses dos acionistas, os interesses de outros *stakeholders*. Bhagat e Bolton (2008) verificam, no entanto, que a relação estabelecida entre independência e desempenho é negativa.

Wintoki *et al.* (2012) verificam que, em média, 54% das empresas da sua amostra registam alterações na independência do conselho de administração a cada dois anos e, no período compreendido entre 1991 e 2003, a independência dos conselhos de administração se situou entre 63% e 71%, assumindo uma tendência crescente. Apesar desta tendência, os resultados acerca do contributo da independência não têm sido consensuais, talvez por ser difícil, conforme referido previamente, proceder à clara identificação da independência dos administradores e às diferentes implicações decorrentes da teoria de agência, teoria de *stewardship*, teoria da dependência de recursos e perspectiva baseada em recursos ou mesmo da existência de relações de natureza não linear. Dalton *et al.* (1998) realçam que a independência, refletindo-se em melhor monitorização (à luz da teoria de agência) conduz a melhor desempenho, enquanto que à luz da teoria de *stewardship* tal seria contraproducente. Por exemplo, Bhagat e Jefferis (2002, p. 13) consideram que “não existe evidência que a maior independência do conselho de administração conduza a melhor desempenho da empresa”, Bhagat e Bolton (2008) realçam a relação negativa com o desempenho operacional (contemporâneo e posterior) e Van Essen *et al.* (2013) referem que, no período de crise, não foi observável vantagem decorrente da independência dos administradores.

Em geral, os relatórios sobre governação das sociedades ou os capítulos nos relatórios e contas dedicados a esta temática fornecem informação sobre a independência dos membros dos conselhos de administração ou o tipo de relação que têm com a empresa (por exemplo, número de ações detidas). Com base nessa informação é possível identificar o número de administradores independentes e, em referência ao número total de administradores, calcular a percentagem de administradores independentes que, habitualmente, é a variável considerada para estudo neste âmbito.

c) Diversidade do conselho de administração

A diversidade refere-se à combinação de atributos, características e experiências individuais dos membros do conselho de administração, incluindo a idade, o género, a

cultura, a independência (tratada na secção anterior), o passado profissional, as competências técnicas, a experiência e a especialidade e permite um leque mais amplo de interpretações do ambiente competitivo, estimulando a equipa de gestão de topo a maior sofisticação estratégica (Kim *et al.*, 2009)¹¹³. Com base numa reflexão sobre importância da antiguidade dos administradores, Muth e Donaldson (1998) salientam as vantagens, em termos de adaptabilidade e criatividade, dos grupos heterogéneos, ao passo que Kim *et al.* (2009) sustentam que grupos homogéneos tendem a desenvolver “miopia” conducente à má avaliação de alternativas de decisão e, ao nível dos conselhos de administração, a barreiras à participação no planeamento estratégico e avaliação de risco e, simultaneamente, à diminuição do número de alternativas estratégicas geradas. McNulty *et al.* (2013) referem-se à coesão do conselho de administração salientando que, se for moderada, pode ser benéfica mas, se for elevada, pode levar ao “pensamento de grupo” que consideram prejudicial para a tomada de decisão e que, indiretamente, influencia o risco.

Muth e Donaldson (1998) reconhecem que, numa fase inicial, os conflitos e problemas de comunicação decorrentes da heterogeneidade se podem traduzir num decréscimo do desempenho, mas os benefícios posteriores são considerados relevantes. Kim *et al.* (2009) também reconhecem que a heterogeneidade do conselho de administração pode não ser sempre benéfica pois, por ter impacto na velocidade da ação estratégica, limita a capacidade para assegurar o controlo estratégico e alivia a pressão sobre a equipa de gestão de topo para que também atue de forma rápida. No entanto, a diversidade e a velocidade nos processos de decisão podem ser compatíveis por ser possível avaliar simultaneamente várias alternativas sem compromisso da velocidade, o que é especialmente relevante em contextos dinâmicos. Nesta perspetiva, a diversidade do conselho de administração permitirá o desenvolvimento e comparação simultânea de diferentes alternativas sem afetar negativamente a velocidade da tomada de decisão.

Entre as variáveis relativas à diversidade, releva-se particularmente o género, a idade, a antiguidade e as competências dos membros do conselho de administração. Verifica-se distinto comportamento entre homens e mulheres sendo, tendencialmente, os homens caracterizados pelo seu individualismo e as mulheres pelo coletivismo, com repercussões na forma como interagem com outros, na tomada de decisões, como comunicam e na maior flexibilidade e capacidade das mulheres para se relacionarem com a ambiguidade do que os homens, o que é positivo no contexto de incerteza que caracteriza as organizações modernas (Vieito, 2012). Em termos da relação com o desempenho e com o risco, Vieito (2012) realça ter verificado que as empresas com uma CEO¹¹⁴ têm melhor desempenho, mas, por outro lado, consideram que as mulheres poderão ser mais avessas

¹¹³ Nakano e Nguyen (2012) salientam que a diversidade não se associa diretamente à dimensão pois conselhos de administração, mesmo com maior dimensão, podem ser constituídos por membros homogéneos (como é o caso específico do contexto Japonês).

¹¹⁴ Vieito (2012) explora também a relação com o diferencial remuneratório entre o CEO e os restantes gestores de topo tendo verificado que, quando as mulheres assumem o cargo de CEO, quanto menor o diferencial remuneratório maior o desempenho, contrariamente ao que sucede com homens no cargo de CEO. Também verificam que as mulheres em cargos de gestão de topo são mais jovens que os homens.

ao risco, o que pode afastá-las de estratégias mais competitivas. A idade é relevante, conforme destacam Muth e Donaldson (1998), pelo conservadorismo e melhor julgamento esperado de administradores mais velhos, maior autonomia na apreciação do desempenho da gestão e, se necessário, capacidade para evitar que sejam assumidos riscos excessivos. Porém, a idade também se pode traduzir numa deterioração de capacidades cognitivas (como a memória), sendo necessário reconhecer as superiores capacidades técnicas dos profissionais recém-formados e que os gestores mais novos podem ser mais favoráveis em relação ao risco. Schmidt e Brauer (2006) consideram que a idade se traduz em maior resistência a processos de avaliação e ações visando o desenvolvimento pessoal, com consequência em termos da qualidade do trabalho desenvolvido. Larcker *et al.* (2007) referem que os administradores mais velhos tenderão a relaxar o empenho na monitorização. Kale *et al.* (2009) e Vieito (2012) referem-se à experiência, medida pelo número de anos na função, que se traduz num melhor conhecimento da empresa e da sua atividade e que, na perspetiva agregada do conselho de administração, a maior antiguidade terá benefícios em termos do entrosamento e comunicação. Por fim, no que se refere às competências, Schmidt e Brauer (2006) salientam a importância da especialização, enquanto Van Essen *et al.* (2013) se referem à educação financeira dos membros do conselho de administração para que possam proceder ao acompanhamento das atividades das empresas nas múltiplas dimensões.

d) Número de reuniões do conselho de administração

A frequência das reuniões é considerada, por vários autores, uma indicação da intensidade da atividade desenvolvida pelos conselhos de administração. A interpretação, no entanto, depende também do entendimento que cada autor faz sobre as funções dos conselhos de administração. Barney *et al.* (2001) referem, a este propósito, que uma das condicionantes da eficácia dos conselhos de administração decorre da insuficiência de reuniões. Por seu lado, Larcker *et al.* (2007) referem que a atividade de monitorização decorre do número de reuniões dos conselhos de administração (e das suas comissões), posição que também é assumida por Van Essen *et al.* (2013) que se centram no aumento da vigilância exercida pelos conselhos de administração. Eisenhardt (1989) foca-se na informação disponibilizada aos conselhos de administração e destaca a associação entre a realização de reuniões frequentes e a quantidade de informação colocada à disposição, reduzindo a assimetria de informação. Vieito (2012) referem-se especificamente à influência positiva do número de reuniões no valor da empresa (e na compensação dos administradores¹¹⁵).

e) Comissões do conselho de administração

Van Essen *et al.* (2013) referem a importância da existência de comissões nos conselhos de administração, nomeadamente comissões de auditoria, risco, compensação, nomeação

¹¹⁵ Especialmente na medida em que a remuneração se interliga com o número de presenças em reuniões.

e estratégia¹¹⁶ e acrescentam que estas devem ser independentes da gestão (neste âmbito, considerando a proporção de membros independentes em cada comissão) para que possam concretizar as funções de vigilância a cargo do conselho de administração. Porém, os mesmos autores realçam que a existência de várias comissões, num determinado conselho de administração, se associa a uma estrutura mais complexa que, em caso de acontecimentos inesperados, pode limitar a capacidade de resposta da gestão (em particular, do CEO). Quando o conselho de administração é reduzido, dificilmente terá muitas comissões, pelo que se foca naquilo que é essencial.

Schmidt e Brauer (2006) salientam a popularidade das comissões de auditoria na avaliação do desempenho dos conselhos de administração e McNulty *et al.* (2013) realçam a importância das comissões de auditoria na redução do nível de risco ao qual as empresas estão expostas, dado o papel que desempenham na revisão das demonstrações financeiras e procedimentos internos. Brown *et al.* (2009) também reconhecem o papel das comissões de auditoria no âmbito das questões financeiras, do controlo interno e do risco, mas acrescentam que a complexidade do risco e a regulação de alguns setores de atividade e a especialização das comissões de auditoria nas questões de natureza financeira, associada à sua independência, pode implicar algumas dificuldades na compreensão das atividades da empresa, justificando a criação de uma comissão autónoma especificamente para tratar a temática do risco¹¹⁷. Gramling *et al.* (2004) realçam que a comissão de auditoria é responsável por supervisionar os relatórios financeiros elaborados pela gestão, mas que atualmente também se estende à revisão dos mecanismos de controlo internos e supervisionar a atividade desenvolvida pelos auditores internos¹¹⁸ e acrescentam que a maior eficácia da comissão de auditoria se interliga com

¹¹⁶ Monks e Minow (2008) referem-se, no quadro dos EUA, à obrigatoriedade das comissões de auditoria, compensação e nomeação. Todavia, a eficácia das comissões pode ser afetada pela escolha de membros sem o perfil adequado, conforme os mesmos autores realçam a propósito de comissões de auditoria constituídas por membros sem conhecimentos aprofundados nas áreas contabilística e financeira.

¹¹⁷ Brown *et al.* (2009) questionam, inclusivamente, se ainda é apropriado a comissão de auditoria continuar a ser responsável pela supervisão da gestão do risco. Estes autores referem-se, complementarmente, à existência de orientações internacionais para a gestão do risco, mas estas orientações não tratam qual a estrutura de governação a adotar neste âmbito nem consideram as especificidades do setor de atividade.

¹¹⁸ Tem sido atribuído particular relevo ao papel das auditorias, nomeadamente as externas. Gramling *et al.* (2004), no entanto, exploram a importância da auditoria interna num quadro conceptual mais abrangente em que sobressai o papel e interação entre o que designam ser “pedras angulares” da governação das sociedades, nomeadamente, a auditoria externa, a comissão de auditoria, a gestão e a auditoria interna, embora posicionem a auditoria interna como um recurso para a auditoria externa (realização de um conjunto de atividades facilitadoras da auditoria externa, com vantagem na redução dos honorários da auditoria externa), a gestão (informação sobre as atividades da empresa) e a comissão de auditoria (na medida em que a eficácia desta decorre do trabalho da auditoria interna por via da informação obtida). Apesar de reconhecerem que é uma área ainda não suficientemente estudada, o pressuposto que Gramling *et al.* (2004) assumem é que a auditoria interna, caracterizada pela sua independência, competência, objetividade e qualidade, através do desenvolvimento de atividades de avaliação de risco, verificação dos mecanismos de controlo interno e conformidade com regulamentos, se associa à qualidade da governação das sociedades, com implicações na qualidade dos relatórios e no desempenho das empresas. Todavia, para desenvolver a sua atividade, a auditoria interna necessita de recursos que, depen-

o papel desempenhado pela auditoria interna. McNulty *et al.* (2013) verificam que apenas 4,13% das empresas do Reino Unido analisadas dispunham de comissão de risco, sublinhando a importância de delegação da supervisão do risco a um grupo que disponha de conhecimento mais aprofundado sobre o assunto¹¹⁹, com o propósito de reduzir o risco¹²⁰.

f) Relações externas do conselho de administração

Os membros de determinado conselho de administração podem, simultaneamente, pertencer aos conselhos de administração de outras empresas (Larcker *et al.*, 2007; Vieito, 2012), o que lhes confere maior experiência mas, provavelmente, menor disponibilidade de tempo para apreciar as questões específicas de cada empresa¹²¹. A participação de administradores em vários conselhos pode também constituir um instrumento de articulação entre diferentes empresas com interesses convergentes ou indiciar a representação dos interesses acionistas em distintas empresas embora, como realçam Monks e Minow (2008) as crescentes exigências e responsabilidades associadas com o desempenho de funções de administração contribua para que alguns administradores rejeitem convites para desempenho de funções noutras empresas¹²². Considera-se, neste âmbito, o número médio de cargos noutros conselhos de administração.

3.3.1.2- Comissão executiva

No quadro dos conselhos de administração assume particular destaque a comissão executiva que, reunindo os administradores com funções executivas, representa a gestão de topo da organização. Tal como sucede com referência ao conselho de administração, também no âmbito da comissão executiva sobressaem vários indicadores estruturais que permitem compreender melhor o funcionamento deste órgão, realçando-se a dimensão, a percentagem de ações detidas e a percentagem da remuneração que resulta da apreciação do desempenho efetuada pelo conselho de administração. Outras variáveis poderiam

dendo do modelo implementado, dependem de decisões da gestão ou da comissão de auditoria e podem constituir-se como complemento ou substituto de outros mecanismos de governação (Gramling *et al.*, 2004).

¹¹⁹ Brown *et al.* (2009) referem que a gestão do risco não financeiro está fora do âmbito de competências habitualmente detidas pelos membros das comissões de auditoria admitindo, no entanto, que possam ser subcontratados especialistas para assessorar a comissão com a responsabilidade sobre a área do risco, com ganhos em termos de objetividade mas potenciais problemas de confidencialidade e menor conhecimento da atividade da empresa.

¹²⁰ O que se afigura contrário à interpretação decorrente da teoria de agência sobre a preferência dos acionistas por níveis de risco superiores.

¹²¹ Larcker *et al.* (2007) consideram que os administradores externos ou afiliados são considerados “ocupados” quando têm assento em 4 ou mais conselhos de administração, mas se forem internos basta que tenham assento em 2 ou mais conselhos de administração para serem considerados “ocupados”.

¹²² O que, de acordo com os mesmos autores, combinado com a necessidade das empresas mais pequenas disporem de conselhos de administração de maior dimensão para fazer face às exigências regulamentares implica uma escassez de potenciais administradores e subsequente subida nas suas remunerações.

também ser abordadas, como o caso da antiguidade (que é estudada no caso do CEO), mas foi dada primazia às que, no quadro da literatura, se afiguram mais sensíveis para compreender o desempenho e risco empresariais.

a) Dimensão da comissão executiva

Na mesma linha do que se expressou relativamente à dimensão dos conselhos de administração, o maior ou menor número de membros da comissão executiva terá implicações em termos do esforço necessário para a articulação entre os seus membros e das competências disponíveis para a gestão da empresa. Neste caso, sobressai a importância da teoria de *stewardship* pois, assumindo o alinhamento entre gestores e acionistas (Davis *et al.*, 1997), os gestores estarão em melhor posição para controlar as organizações (Muth e Donaldson, 1998). Mas, em linha com Nakano e Nguyen (2012), a dimensão influencia negativamente a obtenção de consensos relativamente às decisões associadas a maior risco.

b) Percentagem de ações detidas pela comissão executiva

A participação acionista tem vindo a ser indicada como um instrumento que proporciona o natural alinhamento entre a gestão (Li e Simerly, 1998), neste caso, a gestão de topo, representada na comissão executiva, e os proprietários (Muth e Donaldson, 1998; Bhagat e Jefferis, 2002; Monks e Minow, 2008). Nesta perspetiva, quanto maior a participação acionista maior o alinhamento de interesses e, conseqüentemente, melhor o desempenho¹²³, embora Larcker e Richardson (2004) realcem que se a percentagem detida pelos gestores for muito elevada os problemas de agência podem aumentar. No que se refere ao risco, conforme destacam Anderson e Fraser (2000), é expectável que baixa percentagem de ações conduza os gestores a privilegiarem o seu capital humano comportando-se de forma avessa ao risco mas, com percentagens muito elevadas, poderão assumir uma posição de entrincheiramento, o que se pode traduzir numa relação não linear. No entanto, ainda de acordo com Anderson e Fraser (2000), a evidência na literatura é inconclusiva.

Li e Simerly (1998) salientam que em ambientes dinâmicos, nos quais a monitorização é mais difícil, o efeito da participação acionista interna no desempenho será maior. Bhagat e Jefferis (2002), por seu lado, realçam a importância da participação acionista dos gestores em contextos em que o mercado do produto¹²⁴ (por excessivo poder da empresa) é incapaz de exercer poder disciplinador sobre as ações da gestão. No entanto, conforme ilustram Jensen e Meckling (1976), mesmo com elevada participação acionista por parte da gestão, prevalecem os custos de agência pois o gestor verá sempre vantagem na maximização da sua utilidade por via direta e não através da participação acionista. Bhagat e Bolton (2008) também refletem sobre a importância das ações detidas e da

¹²³ Li e Simerly (1998) referem que, apesar de a argumentação ser reconhecida por vários autores, os estudos prévios não apresentam suporte consistente.

¹²⁴ Shleifer e Vishny (1997, p. 738) revelam, no entanto, reservas sobre a capacidade da competição no mercado ser suficiente para “resolver o problema de governação das sociedades”.

capacidade sintetizar informação relativa à governação das sociedades mas, para além dos membros da comissão executiva consideram a totalidade dos membros do conselho de administração. Em alternativa à utilização da percentagem de ações detidas, Bhagat e Bolton (2008) recomendam a utilização do valor monetário das ações detidas.

c) Percentagem de remuneração variável da comissão executiva

Tradicionalmente, como assinala Vieito (2012), a remuneração decorre do número de níveis hierárquicos da organização, cabendo crescente responsabilidade a cada nível e, por esse motivo, maior remuneração. Porém, quando os gestores recebem apenas remunerações fixas comportam-se de forma avessa ao risco pois têm pouco a ganhar em caso de sucesso (Pathan, 2009) e, quando consideram que a remuneração total é baixa, podem procurar substituir os acionistas adquirindo uma posição na empresa (Barney *et al.*, 2001) beneficiando, também, da assimetria de informação. Em vários estudos baseados na teoria de agência, a remuneração é apresentada como um mecanismo que pode contribuir para o alinhamento dos interesses acionistas e gestores (mas não suficiente, de acordo com Shleifer e Vishny, 1997), nomeadamente na combinação entre o salário e prémios, e pela atribuição de ações ou opções. No entanto, Larcker *et al.* (2007) consideram que a remuneração baseada em indicadores de natureza contabilística podem induzir miopia na equipa de gestão, com implicações para o valor da empresa. Genericamente, o modelo de remuneração pode estar orientado para o comportamento da equipa de gestão ou para os resultados alcançados¹²⁵. Não obstante, Monks e Minow (2008, p. 259) consideram que, em geral, raramente a remuneração decorre do desempenho da empresa ou do administrador, acrescentando que “tradicionalmente a sua remuneração não foi desenhada para alinhar os seus interesses com os acionistas” e acrescentam que a ausência de ligação representa uma falha do sistema de governação.

Westphal e Graebner (2010, p. 15) consideram, em linha com outros autores, que no quadro da teoria de agência os incentivos financeiros são “críticos para assegurar que os gestores da empresa promovem os interesses dos acionistas”. A este propósito, Davis *et al.* (1997) salientam que os incentivos (ou penalizações) financeiros só devem ser utilizados num contexto de assimetria de informação que impeça o recurso à monitorização. No entanto, de acordo com McNulty *et al.* (2013), os planos de compensação atrativos podem melhorar a supervisão exercida pelo conselho de administração. Van Essen *et al.* (2013) destacam que a compensação variável dos executivos é considerada uma boa prática de governação¹²⁶ pelo impacto que tem no alinhamento de interesses entre a gestão de topo e os acionistas. No entanto, apesar das

¹²⁵ Makadok (2003) ilustra que, não sendo a melhor solução para o problema de agência, a remuneração contingente nos resultados é uma solução apropriada quando o nível de esforço e os sinais privados (que resultam da procura de informação) do gestor não são contratualizáveis ou observáveis pelos proprietários.

¹²⁶ Westphal e Graebner (2010) salientam que os mercados financeiros foram reagindo (gradualmente) de forma positiva à remuneração dependente do desempenho, mas cada vez menos na extensão das suas características e cada vez mais assumindo que se existe é necessariamente positiva (ou seja, sem analisarem em detalhe e questionarem o seu contributo), o que os autores caracterizam como “institucionalização” junto dos investidores.

virtudes, reconhecem que o alinhamento de interesses por via da compensação pode encorajar o risco excessivo¹²⁷ com vista à maximização do lucro no curto prazo e, nesse âmbito, influenciar negativamente o valor da empresa no longo prazo. Verificam ainda que, em período de crise, a associação entre remuneração e desempenho se revela negativa para as empresas¹²⁸ (contribuindo, assim, para questionar o contributo das recomendações sobre boa governação das sociedades em períodos de crise). Wearing (2005) reconhece que a interligação da remuneração com o desempenho pode conduzir a um enfoque excessivo no desempenho de curto prazo. Contudo, realça que esse não é um problema do mecanismo de governação mas da forma como foi implementado (por exemplo, fazendo depender a remuneração integralmente do desempenho de curto prazo em vez de uma combinação entre desempenho de curto e de longo prazo).

McNulty *et al.* (2013) referem que a remuneração dos administradores executivos deve ser apreciada em termos do seu montante¹²⁹ (dimensão) e da estrutura e, neste quadro, centram a análise na remuneração total e na remuneração baseada em ações. Grove *et al.* (2011) referem-se à importância do rácio da remuneração variável sobre a remuneração total (em dinheiro) enquanto que Van Essen *et al.* (2013) relevam a importância de estudar outras componentes da remuneração, como é o caso das opções de compra de ações. Kale *et al.* (2009), por seu lado, estudam, no quadro da teoria de torneio, a remuneração na perspetiva da influência do diferencial remuneratório¹³⁰ entre o CEO e os restantes membros executivos do conselho de administração no desempenho e verifica uma relação positiva¹³¹. Vieito (2012) também observa o diferencial remuneratório¹³², mas associado ao género, suportando-se na teoria de torneio (maior diferença conduz a maior

¹²⁷ McNulty *et al.* (2013) concordam que a remuneração dependente do desempenho pode associar-se a risco elevado por induzir que sejam assumidas práticas com vista à valorização das opções de compra de ações atribuídas aos administradores executivos.

¹²⁸ Franco-Santos *et al.* (2012) também encontram na literatura evidência do impacto negativo decorrente de remuneração dependente do desempenho. Uma das consequências destacada por Van Essen *et al.* (2013) decorre do endividamento excessivo que pode conduzir a retornos relevantes em períodos económicos favoráveis, mas tornar as empresas mais expostas em períodos de crise a variações nas taxas de juro e outras contingências.

¹²⁹ Shleifer e Vishny (1997) retomam a literatura prévia e identificam uma limitação de natureza política aos montantes máximos de remuneração que tornam este mecanismo ineficaz, mas admitem que tal possa não acontecer em todos os países.

¹³⁰ Para além da diferença, conforme referem Kale *et al.* (2009) pode ser utilizado o rácio das remunerações (embora os autores refiram que não há diferenças relevantes nos resultados apurados). Ainda a este propósito, Vieito (2012) refere que pode acontecer que o CEO não seja o membro da comissão executiva com maior remuneração, embora tal seja comum, especialmente atendendo às situações, conforme destacam Kale *et al.* (2009) em que o CEO tem oportunidade de influenciar a determinação da remuneração dos restantes membros da comissão executiva.

¹³¹ Na análise do diferencial remuneratório é considerada a importância da probabilidade de promoção e Kale *et al.* (2009) tratam o diferencial remuneratório total, de curto prazo e de longo prazo. Na remuneração de curto prazo consideram o salário, bónus e outros pagamentos fixos anuais e na remuneração de longo prazo consideram as ações e opções atribuídas e outros pagamentos relativos a incentivos de longo prazo.

¹³² Vieito (2012) analisa várias componentes da remuneração, incluindo o salário, bónus, opções de ações, ações com restrições, planos de incentivos de longo prazo, outras compensações anuais e, ainda, outras compensações.

desempenho) e na teoria comportamental (maior diferença conduz a menor desempenho)¹³³. Barney *et al.* (2001) salientam que a capacidade negocial dos gestores pode levar a que a sua remuneração assuma um valor acima do que lhe caberia comparativamente a outros *stakeholders*, mas também é necessário reconhecer o investimento (não diversificável) que os gestores fazem na empresa. Por outro lado, Westphal e Graebner (2010) destacam que a relação entre a compensação dos executivos e o desempenho, na perspetiva do retorno para os acionistas, pode ser influenciada por questões do poder e política na relação entre a gestão e o conselho de administração.

Kale *et al.* (2009), ainda a propósito dos incentivos, referem a existência de dois mecanismos distintos. O primeiro, centrado no desempenho (incentivos baseados no resultado ou no desempenho) e o segundo baseado nas promoções. No entanto, o incentivo baseado na promoção não é aplicável aos CEOs por terem atingido a posição mais alta na hierarquia. Por seu lado, os restantes membros da comissão executiva mantêm a sensibilidade aos dois incentivos¹³⁴. Neste quadro, Kale *et al.* (2009) defendem que a análise da remuneração dos executivos deve tomar em consideração os dois mecanismos identificados, mas também colocam em relevo que a remuneração tem importância distinta para o CEO e para os restantes administradores executivos, razão pela qual, no presente trabalho, se faz essa distinção com vista à análise distinta da remuneração do CEO (tratada mais adiante) e dos restantes membros executivos do conselho de administração.

3.3.1.3- Presidente da comissão executiva

No quadro específico da comissão executiva do conselho de administração, vários autores debruçam-se no papel desempenhado pelo presidente da comissão executiva (CEO), pela influência que têm na gestão da empresa e no poder que, em maior ou menor escala, detém no conselho de administração, principalmente, se for simultaneamente o presidente deste órgão societário. Para aprofundar a caracterização da importância do CEO, neste trabalho, tratam-se especificamente a sua antiguidade, a percentagem de ações detidas, a percentagem de remuneração variável e se acumula ou não funções como presidente do conselho de administração e, em caso negativo, se o atual presidente do conselho de administração foi CEO. Também, neste caso, conforme referência efetuada a propósito da comissão executiva, outras variáveis podem ser analisadas. No entanto, optou-se por concentrar a análise nestas variáveis sem prejuízo que outros trabalhos possam aprofundar outros aspetos explorando, por exemplo, atributos de capital humano e capital social do CEO.

¹³³ Vieito (2012) considera que as teorias predominantes no âmbito da remuneração são a teoria de torneio e a teoria comportamental, mas Pepper e Gore (2015) referem que a teoria de agência comportamental (*behavioral agency theory*) seria um referencial mais apropriado para analisar e fazer recomendações a propósito da remuneração dos administradores executivos.

¹³⁴ Kale *et al.* (2009) consideram que a competição entre os vice-presidentes (ou seja, os restantes administradores executivos) se intensifica quanto os CEOs têm mais de 62 anos pois tal abre a possibilidade de serem substituídos. Assim, quando o CEO incumbente se aproxima da idade da reforma os efeitos da competição (*tournament*) são mais fortes com influência no desempenho.

a) Antiguidade do presidente da comissão executiva

A antiguidade no cargo, no quadro da teoria de *stewardship*, contribui para uma maior identificação do gestor com a empresa (Donaldson e Davis, 1991) e associa-se a comportamentos cooperativos, altruístas e espontâneos com o propósito de “promover o sucesso da sua organização e dos seus principais” (Davis *et al.*, 1997, p. 30). Por outro lado, a antiguidade também se reflete na relação entre o principal e o gestor, através do melhor conhecimento recíproco (Davis *et al.*, 1997). McNulty *et al.* (2013), que se referem à importância da experiência e conhecimento do negócio, verificam que existe, nas maiores empresas não financeiras no Reino Unido, uma relação positiva entre a antiguidade no cargo e redução dos níveis de risco, enquanto que, outros autores (e.g., Muth e Donaldson, 1998), se referem à relação positiva com o desempenho financeiro¹³⁵. Noutra perspetiva, Hillman *et al.* (2009) realçam o potencial impacto positivo da substituição do CEO no desempenho da empresa, como forma de melhorar o alinhamento da empresa com o ambiente e salientam que a substituição do CEO é mais frequente nas empresas que dependem mais do ambiente atendendo à sua complexidade ou competitividade.

b) Percentagem de ações detidas pelo presidente da comissão executiva

Dado o particular relevo do CEO trata-se especificamente a percentagem de ações que detém. Assume-se, neste quadro, que a maior percentagem de ações detida pelo CEO contribui para alinhar os seus interesses com os interesses dos acionistas, o que é suportado pelos resultados obtidos por Pathan (2009). Bhagat e Jefferis (2002) também consideram que a participação acionista do gestor pode contribuir para alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas, por forma a ultrapassar a impossibilidade de observar o comportamento, mas destacam também o contributo para suprir a impossibilidade de avaliar a capacidade do gestor levando-o a revelar informação privada (ou seja, problemas de agência e, especificamente, de seleção adversa). Jensen e Meckling (1976) observam, no quadro da teoria de agência, que quanto menor for a participação acionista do gestor (fundador) maior será o seu interesse em ser remunerado por via da sua posição enquanto gestor, o que coloca em questão a capacidade desta variável assegurar adequadamente o alinhamento de interesses, acentuando a importância do recurso a outros mecanismos de monitorização¹³⁶ e de tomar em consideração a diferença entre setores de atividade, pelas diferentes práticas em termos de percentagem de ações detidas pelo CEO (Li e Simerly, 1998).

¹³⁵ Embora se possa questionar se a manutenção no cargo é, em si, uma consequência do bom desempenho financeiro conforme sugerem os resultados apurados por Bhagat e Jefferis (2002).

¹³⁶ Jensen e Meckling (1976) desenvolvem particularmente a argumentação observando o problema em distintas perspetivas, nomeadamente os custos de monitorização, o estímulo ao desenvolvimento de novos negócios e o valor global da empresa.

c) *Percentagem variável da remuneração do presidente da comissão executiva*

Em geral, os CEOs são os administradores que auferem a remuneração mais elevada nas empresas, o que é aceite como uma compensação pela responsabilidade acrescida que têm no desempenho (Vieito, 2012) ou como estímulo à assunção de riscos (Monks e Minow, 2008)¹³⁷. Conforme destacado a propósito da remuneração da comissão executiva, no caso dos CEOs, por já terem alcançado a posição mais elevada na hierarquia da empresa, não é possível melhorar o desempenho com base na expectativa de promoção (Kale *et al.*, 2009) o que restringe a análise à remuneração atribuída. Donaldson e Davis (1991) salientam a importância da remuneração associada ao desempenho de longo prazo e referem o contributo para moderar, à luz da teoria de agência, o efeito negativo decorrente da dualidade. Westphal e Graebner (2010) destacam que a estrutura da remuneração tem sido influenciada pelos códigos e recomendações de boa governação das sociedades com o propósito de assegurar o alinhamento de interesses com os acionistas e salientam que as empresas com CEOs influentes tenderão a definir planos de incentivos que aparentem consonância com essas boas práticas (para ir ao encontro das expectativas no mercado) sem, no entanto, afetar o que consideram ser a preferência dos CEOs por remunerações independentes do desempenho (*risk-free*)¹³⁸. A propósito da remuneração, Monks e Minow (2008) destacam as diferenças existentes entre países que podem dificultar uma análise comparativa, nomeadamente nos casos em que são atribuídas regalias diversas como forma de compensação e que não são explicitadas como remuneração¹³⁹.

d) *Dualidade*

A discussão em torno da dualidade tem mobilizado grande atenção no âmbito da literatura e dos códigos e recomendações sobre boa governação das sociedades, coexistindo perspectivas divergentes acerca das implicações na dinâmica do conselho de administração e influência no desempenho. A dualidade ocorre quando o CEO é simultaneamente presidente do conselho de administração (McNulty *et al.*, 2013) o que, de acordo com Wintoki *et al.* (2012), no período de 1991 e 2003, era a norma em 56% a 60% das empresas. Kim *et al.* (2009) consideram a dualidade vantajosa, argumentando que a separação de funções entre o CEO e o presidente do conselho de administração pode suscitar conflitos entre ambos, ambiguidades ao nível das linhas de autoridade e assimetrias de informação (por exemplo, ao nível de conhecimentos específicos sobre a indústria o que é especialmente relevante no caso do setor bancário, conforme destacam Srivastav e Hagendorff, 2016) com implicações negativas na velocidade dos processos de decisão estratégica. Todavia, ainda de acordo com Kim *et al.* (2009), a concentração de poder pode refletir-se negativamente ao nível da amplitude (*breadth*) das decisões

¹³⁷ Monks e Minow (2008, p. 307) afirmam que a elevada remuneração dos CEO se deve aos riscos que assumem e que os incentivos que recebem, por via da remuneração, devem estar alinhados com esses riscos.

¹³⁸ O que convida à análise do valor absoluto da remuneração fixa que, se for suficientemente elevada, pode levar o CEO a negligenciar a componente dependente do desempenho.

¹³⁹ Nesta medida, em determinados contextos, a utilização dos valores divulgados nos relatórios pode não contribuir de forma decisiva para a qualidade da análise.

estratégicas¹⁴⁰, nomeadamente pela redução da abertura a contributos de outros membros do conselho de administração, pela tendência que os CEOs poderosos possam ter para contratar e promover colaboradores com um perfil semelhante ao seu ou pela incapacidade de perceber alterações no ambiente competitivo (miopia) com maior incidência nas empresas com desempenhos adequados. Ainda nesta linha, Van Essen *et al.* (2013) consideram que a separação de funções entre o CEO e o presidente do conselho de administração é determinante para o desempenho da vigilância do conselho de administração relativamente à comissão executiva e que essa vigilância é comprometida pela dualidade, interpretada como poder adicional conferido ao CEO que lhe permite, se assim o entender, condicionar ou direcionar a atividade do conselho de administração e a informação que lhe disponibiliza¹⁴¹. Larcker *et al.* (2007) acentuam que a dualidade suscita a diminuição da independência do conselho de administração¹⁴², especialmente quando a administração em funções selecionou (alguns ou todos) os administradores externos e afiliados. Recentemente (Monks e Minow, 2008) ganhou relevo a figura do administrador *lead* ou *presiding* enquanto membro do conselho de administração que, num contexto de concentração de funções entre o CEO e o presidente do conselho de administração, assume uma responsabilidade acrescida (embora reconheçam que tal responsabilidade ainda não está suficientemente clara), por exemplo, na promoção de reuniões dos membros não executivos com os quadros de topo da empresa. Acrescentam que a separação de funções contribui para aumentar a monitorização independente da gestão da empresa.

As diferentes perspetivas proporcionadas pelas teorias de agência e de *stewardship* são equacionadas por Donaldson e Davis (1991). Estes autores consideram, à luz da teoria da agência, que a proteção dos interesses dos acionistas é assegurada através da separação de funções e que, à luz da teoria de *stewardship*, os interesses dos acionistas são maximizados através da concentração de funções. Ainda no entendimento destes autores, a acumulação de funções compromete a imparcialidade do conselho de administração, dando espaço a comportamentos oportunistas por parte dos gestores e a custos de agência. No entanto, à luz da teoria de *stewardship*, a acumulação de funções permitirá ao CEO exercer a sua autoridade sem ambiguidades e de forma incontestada, o que se traduz em desempenho superior num quadro de melhor interação e otimização das estruturas, dissipando-se quaisquer dúvidas sobre a cadeia de autoridade e responsabilidades. Muth e Donaldson (1998) salientam que a separação de funções dilui o poder do CEO e aumenta a capacidade do conselho de administração para supervisionar a gestão, mas, no entanto, à luz da teoria de *stewardship* a dualidade confere poder ao CEO (*empowerment*) o que se traduz em motivação acrescida para concretizar os objetivos organizacionais. Donaldson e Davis (1991) referem a complementaridade entre a dualidade e outros

¹⁴⁰ Li e Simerly (1998) também atribuem relevo à dualidade do CEO (como variável de controlo) referindo que pode conferir maior latitude ao CEO para tomar decisões sobre a orientação da empresa.

¹⁴¹ A este propósito Monks e Minow (2008) salientam que, se o poder detido permitir a seleção dos membros do conselho de administração, se estabelece uma relação de dependência limitadora da capacidade para avaliar o desempenho da gestão.

¹⁴² Larcker *et al.* (2007) admitem, no entanto, que nos conselhos de administração em que se verifica dualidade possam ser indicado um administrador não executivo para uma posição de destaque (*lead director*) como mecanismo de compensação pela concentração de poderes no CEO.

mecanismos de governação, nomeadamente a remuneração com enfoque no longo prazo, que permitiria que as empresas tirassem proveito dos benefícios da dualidade sem, no entanto, hipotecarem o alinhamento de interesses entre a gestão e os acionistas. No seu estudo verificaram que a dualidade influencia positivamente o desempenho (medido pela rendibilidade do capital próprio), contrariamente às expectativas à luz da teoria de agência¹⁴³.

3.3.1.4- Anti-aquisição

Neste âmbito, tratam-se as principais variáveis que, de acordo com a literatura, podem dificultar os processos de aquisição das empresas, nomeadamente os mandatos distintos no conselho de administração, a exigência de maioria para aceitar aquisições (*takeovers*), a desigualdade nos direitos de votos proporcionados pela ações detidas e, por fim, as *poison-pills*. Trata-se de um tema amplamente estudado centrado nos “benefícios privados do controlo” detido pelos gestores (Shleifer e Vishny, 1997, p. 747). De acordo com Cremers e Ferrel (2014), no contexto dos EUA, a limitação dos direitos dos acionistas traduz-se um decréscimo do valor das empresas (medido, neste caso, pelo rácio q de Tobin) e verificam que, entre os mecanismos estudados, a adoção de *poison pills* aparenta ser o mais relevante.

a) Mandatos distintos no conselho de administração

A existência de mandatos distintos no conselho de administração pode ter interpretações diversas. À luz da teoria de *stewardship* a substituição gradual dos membros do conselho de administração pode ser benéfica pela transferência do conhecimento específico sobre a empresa e a sua atividade. Na perspetiva da teoria de agência, a existência de mandatos distintos, por serem individuais, pode estar associada a maior independência dos membros do conselho de administração relativamente ao CEO. No entanto, a perspetiva mais comum relativamente aos mandatos distintos no conselho de administração (*staggered board*) preconiza que esta prática dificulta, no caso de ocorrência de uma aquisição, que o novo acionista proceda à substituição integral dos membros do conselho de administração (Monks e Minow, 2008)¹⁴⁴. Wintoki *et al.* (2012) também reconhecem a importância dos mandatos distintos no âmbito do conselho de administração pois, no seu quadro de investigação, tal característica pode refletir-se negativamente na

¹⁴³ Donaldson e Davis (1991) assumem diretamente que os resultados suportam a teoria de *stewardship* o que pode ser questionável porque, à luz da complementaridade entre mecanismos que os próprios realçam, importaria acrescentar mais variáveis à análise para compreender se as empresas com dualidade e melhor desempenho têm em comum outras características que importe evidenciar.

¹⁴⁴ Conforme descrevem Monks e Minow (2008, p. 269), a introdução de *staggered boards* aconteceu num contexto em que a prática comum era a existência de mandatos anuais para todos os membros do conselho de administração, sendo substituída gradualmente por mandatos de 3 anos agrupando diferentes administradores. Neste quadro, numa situação de aquisição, o(s) novo(s) proprietário(s) só ao fim de 3 anos teria concretizado (se assim o entendesse) a substituição de todos os administradores por outros da sua preferência. Tal dissuadiria aquisições hostis.

capacidade de ajustamento das empresas às circunstâncias adversas, ou seja, neste caso, o desempenho passado terá menor efeito na constituição do conselho de administração.

b) Exigência de maioria para aceitar a aquisição (takeover)

Em geral, na literatura há convergência na interpretação das barreiras ao sucesso das aquisições (*takeovers*) como indicador de má governação das sociedades (Larcker *et al.*, 2007), pois corresponde ao entrincheiramento dos gestores, mesmo que tenham um desempenho abaixo do desejável. Sem barreiras ao sucesso das aquisições, o mercado identificaria uma oportunidade de ganho através da aquisição e otimização da empresa. Normalmente, esta informação é captada através de uma variável binária que distingue as empresas em que existem barreiras das restantes.

c) Desigualdade nos direitos de voto

A existência de desigualdades ao nível dos direitos de voto, capturada por uma variável binária, pode conduzir a situações em que a participação acionista não tem idêntico reflexo no exercício do poder no âmbito das empresas, podendo uma minoria do capital impor a sua vontade ou vetar algumas decisões (Cremers e Ferrel, 2014). Em geral, é recomendado que as empresas sigam o princípio de correspondência entre percentagem de ações e direitos de voto (embora possam existir regras que exijam um lote mínimo de ações para representação em assembleia geral, tal não é entendido como desigualdade nos direitos de voto). De acordo com Van Essen *et al.* (2013), a existência de ações de vários tipos (com diferentes direitos de voto) pode contribuir para que os maiores acionistas ou os acionistas dominantes possam obter benefícios em detrimento dos acionistas minoritários, ou seja, conduzindo a uma situação de agravamento na expropriação dos acionistas minoritários. Uma das formas de desigualdade nos direitos de voto, conforme salientam Monks e Minow (2008, p. 278) passa pela emissão de ações, com poder de voto superior à percentagem de capital que representam, e que são colocadas à disposição de acionistas “amigáveis” como é o caso dos gestores.

d) Poison pill

As *poison pills*, ou “pílulas envenenada” (Brealey e Myers, 1998) são mecanismos, ainda ao nível das regras internas, adoptados em algumas empresas em que fica prevista (através da emissão de valores mobiliários convertíveis) a possibilidade de aquisição (com desconto substancial¹⁴⁵) à empresa ou ao adquirente (Monks e Minow, 2008; Cremers e Ferrel, 2014), venda de ações, ou redução dos direitos de voto correspondentes ao investimento do adquirente (Bhagat e Jefferis, 2002) no caso de ofertas de aquisição (*takeovers*) considerados hostis pelo conselho de administração o que, em qualquer dos casos, representa diluição dos direitos do adquirente (Cremers e Ferrel, 2014).

¹⁴⁵ Monks e Minow (2008, p. 276) referem que o desconto é “habitualmente 50 por cento” e que a eficácia é tão elevada que, à data, nenhuma tentativa de aquisição hostil em empresas com este mecanismo havia sido efetivada. Cremers e Ferrel (2014) também destacam que não há registo de sucesso de aquisições na presença de *poison pills*.

Implementada pela primeira vez em 1982 nos EUA (Cremers e Ferrel, 2014), esta é uma barreira para o sucesso de aquisições (Larcker *et al.*, 2007) na medida em que limita o interesse dos potenciais compradores, pois introduz incerteza ao nível do custo da empresa (no essencial, de acordo com Shleifer e Vishny, 1997, aumentando substancialmente o custo de aquisição), sendo um indicador de entrenchamento da gestão e limitação da capacidade do mercado atuar em caso de baixo desempenho da gestão. Em geral, a adoção de mecanismos com este perfil dispensa a aprovação por parte dos acionistas (Bhagat e Jefferis, 2002; Cremers e Ferrel, 2014). A adoção deste mecanismo representa uma diluição dos direitos dos acionistas e reflete-se na redução do valor da empresa¹⁴⁶.

No entanto, também pode funcionar na salvaguarda dos interesses dos acionistas no quadro de ofertas de aquisição em duas fases (Monks e Minow, 2008), mas efetivamente são os conselhos de administração e não os acionistas que decidem criar ou resgatar o mecanismo (Cremers e Ferrel, 2014), ou seja, os administradores podem condicionar o direito dos acionistas decidir a quem vender as suas ações. Atendendo a este quadro, ainda de acordo com Monks e Minow (2008), os resultados sobre o impacto da adoção deste tipo de mecanismos têm sido inconclusivos. No caso de concordância do conselho de administração com a aquisição, a barreira pode ser levantada. No caso de concordância dos acionistas mas discordância do conselho de administração, ainda poder ser possível a aceitação, mas tal implica a substituição prévia do conselho de administração (Cremers e Ferrel, 2014).

3.3.1.5- Perfil acionista

No quadro da separação entre propriedade e controlo, para além da caracterização do conselho de administração, da gestão de topo e da forma como desenvolvem a respetiva atividade, importa aprofundar o conhecimento sobre os acionistas sobressaindo o nível de concentração acionista, apreciado em várias perspetivas, na medida em que esta traduz o tipo de relação estabelecida pelos acionistas com a empresa e a sua capacidade para intervir diretamente. Também é relevante a identidade do maior acionista, por indiciar os objetivos que pretende concretizar através da empresa. A propósito da identidade dos acionistas, no quadro da análise da literatura sobre a concentração e perfil acionista, Bhagat e Jefferis (2002) afirmam que a obtenção de resultados consistentes sobre o impacto de investidores relacionais implica o estudo de períodos longos.

¹⁴⁶ Cremers e Ferrel (2014, p. 1170) estimam que essa redução represente seja cerca de 5% do valor da empresa, mas tal dependerá da intensidade de aquisições e fusões no setor de atividade em que a empresa se enquadra. Os autores, em análise complementar, excluem a possibilidade de haver maior probabilidade de adoção de *poison pills* em empresas com pior desempenho atual (ou seja, a adoção de *poison pills* não depende do desempenho prévio, mas não deixam de admitir que possa depender das expectativas dos gestores relativamente ao desempenho futuro).

a) *Concentração acionista*

Jensen e Meckling (1976) refletem sobre a prevalência da dispersão acionista nas grandes empresas atendendo aos custos (de agência) que suscita e à atribuição de poder aos gestores dessas empresas. Parte da justificção¹⁴⁷ para a prevalência dessa dispersão acionista, para os mesmos autores, decorre da oportunidade que concede aos proprietários para diversificar o risco e para assegurar o acesso a recursos necessários para suportar o crescimento das empresas. No entanto, como salientam Van Essen *et al.* (2013), nem sempre os acionistas optam pela diversificação dos seus investimentos, podendo verificar-se casos em que existem acionistas que concentrem uma percentagem relevante das ações de determinada empresa e, simultaneamente, essas ações terem um peso muito significativo na sua carteira de investimentos. A análise da concentração acionista focaliza-se, precisamente, nestes acionistas que detêm 5% (Larcker *et al.*, 2007) ou maior percentagem das ações de uma empresa (por exemplo, Van Essen *et al.*, 2013, para as empresas Europeias que, em geral, apresentam concentração acionista superior consideram como referência os 10%). A presença destes acionistas é benéfica (Larcker *et al.*, 2007), pela resolução do problema de ação coletiva (Jensen e Meckling, 1976) e pelo maior incentivo¹⁴⁸ e autonomia (*discretion*) para a monitorização da gestão de topo¹⁴⁹, mas pode conduzir à expropriação dos acionistas minoritários¹⁵⁰ caso os acionistas que detenham maior percentagem aproveitem para obter diretamente benefícios com base na posição de controlo detida (Van Essen *et al.*, 2013). Assim, apreciados as vantagens e os custos, pode ser do interesse dos acionistas reduzir a dispersão acionista, nomeadamente, através do reforço das suas posições (Jensen e Meckling, 1976)¹⁵¹. No entanto, conforme salientam Börsch-Supan e Köke (2012), há razões para assumir que a relação estabelecida seja não linear, justificando-se a inclusão de um termo adicional de natureza quadrática. McCahery *et al.* (2016) chegam a idêntica conclusão, mas com motivação diversa, pois

¹⁴⁷ Jensen e Meckling (1976) referem-se, também, à importância dos custos de transação num contexto de responsabilidade limitada dos acionistas.

¹⁴⁸ Van Essen *et al.* (2013) salientam que este incentivo se associa ao peso que a empresa tem na carteira de investimentos do acionista, revelando a distinção entre acionistas com carteiras diversificadas e acionistas com carteiras pouco diversificadas. Esta observação também é interessante para interpretar a relação com o risco, dado que, contrariamente ao que referem os autores que dão ênfase à maior oportunidade dos acionistas para diversificar o risco, essa diversificação pode não ocorrer, colocando um desafio adicional para a interpretação das preferências dos acionistas.

¹⁴⁹ Bhagat e Jefferis (2002, p. 15) salientam que, tradicionalmente, os próprios administradores (por serem grandes acionistas) tinham grande incentivo para monitorizar a gestão e que seria relevante que os administradores retomassem essa posição acionista, na linha dos autores que defendem a remuneração através de ações e outros mecanismos associados.

¹⁵⁰ Van Essen *et al.* (2013) consideram que a crise financeira aumenta a probabilidade de expropriação dos acionistas minoritários pela maior dificuldade em antecipar a rendibilidade esperada, o que cria uma oportunidade para apresentar rendibilidades inferiores. Neste quadro, os maiores acionistas podem canalizar (*tunneling*) os recursos da empresa em benefício próprio minimizando, assim, as suas próprias perdas.

¹⁵¹ O pensamento de Jensen e Meckling (1976) tem uma outra implicação relevante centrada na relação entre os acionistas externos e o acionista-gestor, considerando que há circunstâncias decorrentes dos custos de agência que justificariam um esforço por parte do acionista-gestor para reforçar a sua posição e, assim, reduzir os custos de agência (mas com implicações no nível de endividamento, monitorização e custos de falência).

verificam que os investidores institucionais tenderão a ter dificuldades no recurso à ameaça de desinvestimento quando a posição detida é muito alta¹⁵² (ou seja, o impacto no preço decorrente da alienação de percentagem significativa de ações seria prejudicial, enquanto que uma percentagem muito baixa não justificaria os custos da intervenção na empresa).

Outra perspetiva de análise da concentração da acionista, relacionada com o problema de ação coletiva, centra-se no número de acionistas com participação superior a 5% (se considerado o limite em linha com Larcker *et al.*, 2007). Esta perspetiva procura captar a informação acerca do potencial para coordenação entre acionistas para, de forma concertada, poderem acompanhar a gestão da empresa. Por fim, assume também relevo a percentagem de ações detidas pelo maior acionista, sendo também reveladora do potencial para expropriação dos acionistas minoritários. Börsch-Supan e Köke (2002) destacam, a propósito da concentração acionista e o seu impacto no desempenho, a possibilidade de em certas condições o nível de desempenho influenciar o perfil acionista, ou seja, pode haver endogeneidade que dificulte a análise das relações estabelecidas.

b) Identidade acionista

Van Essen *et al.* (2013) também atribuem particular relevo à concentração acionista, à qual associam a identidade dos acionistas que concentram mais de 10% das ações, distinguindo (através de variáveis binárias) entre empresas, famílias, governos e acionistas institucionais. Cada uma destas categorias de acionistas apresenta características distintivas, nomeadamente no que respeita aos seus objetivos, com implicações na forma como se relacionam com a empresa. As empresas têm múltiplos incentivos para concretizar investimentos noutras empresas, nomeadamente, o acesso ou controlo de recursos necessários ao desenvolvimento da sua atividade, acentuando a importância da teoria da dependência de recursos e, por outro lado, numa perspetiva de grupo empresarial, em períodos de crise podem desenvolver mecanismos para apoiar as empresas em dificuldade. Assumem especial interesse as participações detidas por famílias, por vezes associadas a empresas de origem familiar e que permitem à família a concretização de outros objetivos, nomeadamente os decorrentes da reputação associada ao nome de família ou emprego dos membros da família. Em geral, conforme salientam Van Essen *et al.* (2013), o horizonte temporal de referência para as famílias (investidores relacionais¹⁵³) é mais alargado, as famílias exercem maior influência sobre a tomada de decisões, maior apoio em período de crise (tornando a empresa mais resiliente) e demonstram menor propensão para recorrer ao endividamento. Os governos, através das suas decisões de investimento, procuram concretizar objetivos de natureza política ou regulatória, intervindo em setores considerados estratégicos ou mantendo participações em empresas que previamente eram públicas e se encontram em processos de

¹⁵² No entanto, a maior posição acionista é relevante para resolver o problema de *free-rider* que ocorre quando os acionistas não têm incentivo para agir relativamente à empresa pois o custo é suportado por si mas os benefícios repartidos por todos (McCahery *et al.*, 2016).

¹⁵³ Bhagat e Jefferis (2002) referem que os investidores relacionais acumulam 3 características: 1) deter uma percentagem relevante das ações das empresas, 2) manter essas ações na sua posse durante períodos longos e 3) desenvolver atividade de monitorização da empresa.

privatização. Ainda, sobre as empresas detidas por governos, Van Essen *et al.* (2013) salientam que, em períodos de crise, pode ser sacrificada a rendibilidade mas a relação com os fornecedores e credores beneficia das garantias do governo, beneficiando a recuperação.

Os investidores institucionais, embora possam dispor de competências técnicas mais apuradas¹⁵⁴ para o acompanhamento das atividades das empresas do que os restantes acionistas e, em alguns casos, possam através das suas decisões de compra e venda influenciar outros acionistas, conforme realçam Van Essen *et al.* (2013) e McCahery *et al.* (2016), podem ter reduzida motivação para interferir diretamente na empresa (nomeadamente por questões decorrentes do problema de *free-rider*, conforme assinalam McCahery *et al.*, 2016), optando por ajustar a participação acionista em função do desempenho da empresa. McCahery *et al.* (2016) reconhecem a escassez de estudos neste âmbito¹⁵⁵ e, focando-se no papel desempenhado pelos investidores institucionais, salientam que estes utilizam vários mecanismos complementares (agregáveis em intervenção direta ou através da alienação da participação acionista na empresa) para se relacionarem (diretamente ou através de representantes) com as empresas em que participam. McCahery *et al.* (2016) verificam, com base nos resultados apurados, que os investidores mais ativos são os que desenvolvem relações mais longas com as empresas e denotam menor preocupação com a liquidez. Adicionalmente verificam que os investidores institucionais que estabelecem relações duradouras fazem depender mais as suas intervenções de preocupações com a governação das empresas do que com o desempenho no curto prazo.

3.3.2- Variáveis de interesse

De acordo com Li e Simerly (1998, p. 173), a “medição do desempenho empresarial tem sido um grande desafio para os investigadores”, principalmente por se tratar de um “constructo multidimensional”¹⁵⁶. Larcker *et al.* (2007), por seu lado, salientam a falta de evidência quanto à existência de relação entre a governação das sociedades e o desempenho, tanto na perspectiva contabilística como económica, por incapacidade em desenvolver medidas fiáveis e válidas que expressem este “constructo complexo”. Kim *et al.* (2009) referem a existência de múltiplas medidas do desempenho e destacam que, na literatura sobre governação das sociedades, são utilizadas, entre outras, as rendibilidades do ativo e do capital próprio, os ganhos por ação, a quota de mercado, o

¹⁵⁴ McCahery *et al.* (2016) salientam que a quantidade de competências/recursos se relaciona positivamente com a dimensão do investidor.

¹⁵⁵ McCahery *et al.* (2016) realçam que parte substancial dos contactos entre os investidores institucionais e as empresas são feitos de forma reservada (nos bastidores), o que dificulta o seu estudo. Admitem, complementarmente, que possa haver idênticos contactos realizados de forma reservada com outros acionistas.

¹⁵⁶ Nesse quadro, Li e Simerly (1998) optam por recorrer a quatro variáveis, nomeadamente a rendibilidade do ativo, rendibilidade do capital próprio, rendibilidade do investimento e rendibilidade operacional do ativo. Referem, complementarmente, que as três primeiras são amplamente utilizadas no âmbito de trabalhos de gestão estratégica e gestão financeira.

rácio q de Tobin e o preço das ações¹⁵⁷. Considerando o propósito e objetivos do presente trabalho, será seguida a abordagem dos constructos separados (que, de acordo com Miller *et al.*, 2013, é a abordagem mais comum dado ser adotada em 93% dos estudos analisados), focalizando-se o desempenho contabilístico e o desempenho na perspectiva do mercado¹⁵⁸, por um lado, e, por outro lado, o risco, procurando identificar e operacionalizar um conjunto de variáveis, reconhecendo-se que cada uma apenas permite leitura parcial sobre o desempenho e o risco empresariais.

3.3.2.1- Desempenho

O esforço para incorporar diversas medidas de desempenho está em linha com o preconizado por Bhagat e Bolton (2008) e decorre da necessidade de proporcionar uma perspectiva abrangente sobre a atividade das empresas e tem como referência as limitações e críticas apresentadas sobre cada uma delas, bem como, a observação sobre as diferenças existentes entre as distintas variáveis¹⁵⁹. No âmbito dos estudos sobre governação das sociedades tem havido algum consenso na utilização do rácio q de Tobin (Adams *et al.*, 2005; Andres *et al.*, 2005; Aggarwal *et al.*, 2009; Bebchuk *et al.*, 2009; Guest, 2009) para captar o desempenho na perspectiva do mercado que, conforme realçam Monks e Minow (2008), apresenta vantagem associada à maior dificuldade de manipulação, mas desvantagens, por exemplo, associadas à valorização de ativos intangíveis (Bhagat e Jefferis, 2002)¹⁶⁰. Também é habitual a utilização da rendibilidade do capital próprio e rendibilidade do ativo (Li e Simerly, 1998; Adams *et al.*, 2005; Guest, 2009; Hansson *et al.*, 2011) para representar o desempenho contabilístico. A propósito da utilização de variáveis de desempenho contabilístico, Muth e Donaldson (1998) realçam que estas podem ser sujeitas a manipulação por parte dos gestores¹⁶¹ e Monks e Minow (2008) acrescentam que estas se decorrem de princípios contabilísticos que apresentam alguma flexibilidade, porém não são afetadas por oscilações no mercado bolsista (Bhagat e

¹⁵⁷ Bhagat e Jefferis (2002, p. 20) salientam, a propósito da utilização do rácio q de Tobin como variável de desempenho no quadro dos estudos sobre a influência da concentração acionista, a importância que tem a utilização de outras alternativas, particularmente de desempenho na perspectiva do mercado e na perspectiva contabilística.

¹⁵⁸ O que tem implícito pressupostos sobre a eficiência dos mercados, conforme salientado por Bhagat e Jefferis (2002).

¹⁵⁹ Miller *et al.* (2013) estudaram a correlação entre variáveis de desempenho e verificam que a correlação entre variáveis de desempenho da mesma categoria (ex. contabilística, mercado, etc.) era apenas 0,24 e que entre variáveis de diferentes categorias era de 0,00. Ou seja, concluem que um constructo genérico decorrente da variância de diferentes variáveis é pouco plausível. Idêntica conclusão também foi apresentada por Gentry e Shen (2010).

¹⁶⁰ Dependendo, no entanto, do normativo contabilístico em vigor, conforme os próprios Bhagat e Jefferis (2002) assinalam.

¹⁶¹ Estas práticas podem ser distintas em diferentes países (por razões que decorrem dos sistemas legais). Assim, pelas características dos sistemas legais e o papel atribuído às demonstrações financeiras é expectável que no Reino Unido (*common law*) e na Holanda (exceção ao bloco dos países da Europa Continental – *code law*) (García Lara *et al.*, 2005) exista maior conservadorismo na elaboração das demonstrações financeiras.

Jefferis, 2002) e antecipação por parte dos investidores¹⁶² (Bhagat e Bolton, 2008). García Lara *et al.* (2005) debruçam-se sobre as implicações da prática de gestão dos resultados (*earnings management*) que vão além do conservadorismo que pode ser associado às boas práticas contabilísticas, relativamente à incerteza, e decorrem dos interesses expressos nos incentivos dos próprios gestores¹⁶³ e não visam os interesses expressos na proteção dos investidores. Assim, a existência de práticas de gestão de resultados consubstancia uma situação clássica de conflito de interesses, à qual o modelo de governação adotado deverá dar resposta¹⁶⁴. Alguns autores como Finegold *et al.* (2007) sugerem a necessidade de adoção de outras variáveis¹⁶⁵ e serem considerados outros aspetos, nomeadamente a possibilidade de existência de relações não lineares, conforme verificado por Guedri e Hollandts (2008) e Hu e Izumida (2008). Noutra perspetiva, Li e Simerly (1998) convidam à reflexão sobre a relação entre a empresa e outros *stakeholders* centrais e, nessa medida, alargar as variáveis de desempenho a questões como a responsabilidade social, o que interliga com a argumentação de Franco-Santos *et al.* (2012) acerca da importância das medidas de desempenho não financeiro, embora reconheçam a dificuldade na definição objetiva dessas medidas. Nesta medida, para além do desempenho determinado de acordo com indicadores contabilísticos ou da evolução dos mercados bolsistas, poderá considerar-se o desempenho na perspetiva do cliente e outras medidas de desempenho não financeiro. Franco-Santos *et al.* (2012) salientam ainda que a medição do desempenho também pode ser operacionalizada em termos da perceção, nomeadamente dos gestores, sobre o nível de desempenho da organização.

a) Rendibilidade do capital próprio

A rendibilidade do capital próprio (ROE, de *return on equity*) é uma medida da eficiência na utilização dos capitais investidos pelos acionistas (Neves, 2001) comparável a investimentos alternativos. Kale *et al.* (2009) recorrem à rendibilidade do capital próprio para testar a sensibilidade dos seus resultados ao repetir a análise com o propósito de verificar o impacto nas conclusões. Donaldson e Davis (1991) também recorrem à rendibilidade do capital próprio, considerando na análise a média de três anos de atividade, refletindo também a preocupação com variações anuais do rácio. Esta variável é influenciada pelas opções tomadas pela empresa para o financiamento da sua atividade.

¹⁶² A antecipação levaria a que, no longo prazo, a relação entre governação e desempenho, embora existente, não fosse estatisticamente significativa (Bhagat e Bolton, 2008).

¹⁶³ Bhagat e Jefferis (2002) admitem que os gestores podem manipular os resultados pontualmente, mas dificilmente terão possibilidade de o fazer por períodos mais longos.

¹⁶⁴ Outro aspeto a considerar, também de acordo com García Lara *et al.* (2005) centra-se na tendência para os resultados capturarem as “notícias” de forma assimétrica atendendo a que, numa lógica conservadora, uma má notícia se repercute imediatamente nos resultados enquanto que uma boa notícia será incorporada de forma prudente nos resultados. A este nível, o estudo dos fluxos de caixa (*cash-flows*) permitiria uma leitura mais imediata e simétrica.

¹⁶⁵ Reconhece-se que poderiam ter sido selecionadas outras variáveis com pertinência para académicos, gestores, acionistas e reguladores, destacando-se a produtividade total dos fatores (Kale *et al.*, 2009), rendibilidade total para os acionistas (Vieito, 2012), crescimento da empresa (Vieito, 2012), rendibilidade das vendas (Witoki *et al.*, 2012) ou os acréscimos anormais (*abnormal accruals*) (García Lara *et al.*, 2005; Larcker *et al.*, 2007).

b) Rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico

O rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico reflete o desempenho no mercado bolsista e tem particular interesse à luz da argumentação baseada na teoria de agência apresentada por Jensen e Meckling (1976). De acordo com estes autores, no caso de divergência entre proprietários minoritários e gestão/proprietário maioritário (o exemplo é para o caso do empreendedor-gestor que cede uma pequena posição e um conjunto de outros pressupostos que os autores especificam), os acionistas minoritários farão refletir no preço que estão disponíveis a pagar a diferença que possa existir nos seus interesses face aos acionistas maioritários. Mesmo que sejam dedicados recursos à monitorização, esse custo irá ser incorporado na avaliação pelos investidores e, conseqüentemente, no valor que estarão disponíveis para pagar pela empresa, embora seja contrabalançado com a redução dos benefícios não pecuniários do gestor.

c) Rendibilidade do ativo

Apesar de múltiplos autores recorrerem à rendibilidade do ativo (ROA, de *return on assets*), existem diferenças na forma como procedem ao cálculo desta variável de desempenho empresarial. Na sua forma mais simples, a rendibilidade do ativo é calculada como rácio entre o resultado líquido e o ativo total (Kale *et al.*, 2009; Dang *et al.*, 2018). Vieito (2012) também utiliza esta variável para aferir o impacto no desempenho, mas refina o cálculo considerando como numerador o resultado líquido antes de rubricas extraordinárias e operações descontinuadas, enquanto que Muth e Donaldson (1998) recorrem ao resultado antes juros e impostos (EBIT) para o cálculo, salientando que esta é a medida da eficácia na utilização dos ativos totais à disposição da gestão. McNulty *et al.* (2013) também recorrem à rendibilidade do ativo utilizando para o efeito a variável disponibilizada pela Datastream.

A rendibilidade do ativo pode estar sujeita a variações anuais relevantes, razão pela qual Li e Simerly (1998), referindo que esta variável representa a produtividade do ativo, recorrem à média de quatro anos de atividade das empresas. Outro fator que é considerado por vários autores prende-se com as diferenças entre setores de atividade e, por esta razão, Wintoki *et al.* (2012) para além de recorrerem à rendibilidade do ativo também recorrem à rendibilidade do ativo ajustada pelo setor, ou seja, a diferença entre a ROA da empresa e a ROA mediano da indústria (neste caso, definido pelo código SIC a 2 dígitos). Larcker *et al.* (2007) também recorrem à ROA ajustado calculado da mesma forma.

Contrariamente ao que sucede no caso da rendibilidade do capital próprio, esta variável não é influenciada pelas decisões de natureza financeira, o que a torna apropriada quando o propósito reside na comparação entre empresas (Neves, 2001).

d) Rácio q de Tobin

O rácio q de Tobin é utilizado com frequência (Bhagat e Jefferis, 2002; Adams *et al.*, 2005; Andres *et al.*, 2005; Bhagat e Bolton, 2008; Aggarwal *et al.*, 2009; Bebchuk *et al.*, 2009; Guest, 2009; Cremers e Ferrel, 2014) no âmbito da literatura sobre governação das

sociedades. Há, no entanto, diferenças relevantes na forma como este rácio é calculado por diversos autores (em alguns casos, conforme salientam Bhagat e Jefferis, 2002, chega a ser muito próximo do rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico) e também como é utilizado (Wintoki *et al.*, 2012¹⁶⁶ e McNulty *et al.*, 2013 utilizam a variável “oportunidades de crescimento” como variável de controlo, sendo, no essencial, uma variante do rácio q de Tobin). A forma como o rácio q de Tobin é calculado suscita reservas de vários autores, como é o caso de Grove *et al.* (2011) que realçam as preocupações com problemas de endogeneidade e Bhagat e Jefferis (2002), apesar de identificarem vantagens na utilização da variável, também reconhecem algumas limitações (nomeadamente na valorização dos ativos intangíveis). Kale *et al.* (2009) e Dang *et al.* (2018) calculam esta variável como o rácio entre o somatório do valor de mercado do capital próprio e o valor contabilístico da dívida e do ativo total.

Wintoki *et al.* (2012) comentam a utilização do rácio q de Tobin como medida de desempenho e, embora assumam que, na essência, o rácio q de Tobin é igual ao rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico (MBR, de *market-to-book ratio*), consideram que a utilização desta variável é problemática na medida em que, sendo uma representação (*proxy*) das oportunidades de crescimento, deveria ser apreciada como uma causa das estruturas de governação, o que está em linha com Bhagat e Jefferis (2002) que admitem que o desempenho das empresas pode influenciar a sua governação. Börsch-Supan e Köke (2002) destacam que há críticas relativamente à utilização desta variável, nomeadamente por assumir que o mercado avalia corretamente a empresa, mas ainda assim, consideram que pode ser a melhor variável para medir o desempenho nos trabalhos de investigação sobre governação das sociedades.

3.3.2.2- Risco

Conforme discutido na secção 2.5, comparativamente ao desempenho, a análise do risco é menos comum nos trabalhos sobre governação das sociedades, havendo, neste âmbito, um caminho a percorrer na seleção das variáveis de interesse mais apropriadas, na identificação das variáveis de governação que se mostram mais relevantes para a compreensão do risco e a caracterização da forma como se processa a relação entre cada mecanismo de governação e cada variável de risco. No plano teórico, no quadro da investigação centrada na governação das sociedades e o risco, de acordo com vários autores (e.g., Pathan, 2009; Srivastav e Hagedorff, 2016) sobressai a importância da teoria de agência e a maior aversão do risco dos gestores comparativamente aos acionistas. Não obstante, alargando a análise a outras áreas da gestão, conforme realçam Miller e Leiblein (1996), o recurso à teoria comportamental permitiria uma abordagem distinta na medição do risco e do comportamento dos gestores relativamente ao risco¹⁶⁷.

¹⁶⁶ Embora, para comparação com os resultados de outros trabalhos, acabem também por testar a variável como variável de desempenho.

¹⁶⁷ Essencialmente, Miller e Leiblein (1996) questionam se a forma como tradicionalmente o risco é medido captura o conceito de risco que é relevante para os gestores e acrescentam que, para os gestores, o que está em causa é a capacidade para alcançar os níveis de desempenho esperados. Neste quadro, à luz da teoria comportamental, o risco deveria ser determinado “em termos de resultados negativos

Srivastav e Hagendorff (2016), embora centrados no caso específico da banca¹⁶⁸, identificam 4 categorias distintas de risco, nomeadamente o risco de mercado, risco de incumprimento (*default*), risco de alavancagem e risco de carteira que podem ser medidos com base em dados do mercado bolsista ou informação contabilística. Kale *et al.* (2009) recorrem à variância das 60 rendibilidades mensais que precedem o ano em análise¹⁶⁹. Vieito (2012), considerando que o risco que afeta a remuneração dos executivos e porque as mulheres são mais avessas ao risco, recorre ao logaritmo natural da volatilidade calculada com o recurso ao modelo de preços de opções de Black-Scholes, também com referência aos 60 meses prévios. Nakano e Nguyen (2012, p. 373) consideram que é comum que o risco seja avaliado pela “volatilidade do desempenho de uma empresa ao longo do tempo (designada volatilidade intraempresa ao longo do tempo)” recorrendo-se, frequentemente, à rendibilidade das ações e procedendo-se à sua “decomposição em risco sistemático e não-sistemático”. Srivastav e Hagendorff (2016) realçam que a volatilidade as ações é uma medida comum do risco de mercado.

Identifica-se na literatura um conjunto de artigos que, consistentemente, recorrem a 3 variáveis para medição do risco das empresas (sendo o primeiro Anderson e Fraser, 2000 e, posteriormente, Chen *et al.*, 2006; Pathan, 2009; Victoravich *et al.*, 2011; Felício *et al.*, 2018), nomeadamente o risco total, o risco sistemático e o risco específico da empresa (ou idiossincrático). De acordo com Anderson e Fraser (2000, p. 1387), que usam exclusivamente estas 3 variáveis, o risco total é calculado como o desvio padrão das rendibilidades diárias, o risco sistemático visa “capturar a influência das condições económicas e financeiras subjacentes” e o risco idiossincrático “mede a volatilidade do preço das ações” que se refere especificamente a cada empresa. Victoravich *et al.* (2011, p. 111) salientam que o risco total e o risco idiossincrático capturam o risco específico da empresa e o risco sistemático captura o risco de mercado. Para além do risco total, risco sistemático e risco idiossincrático, Chen *et al.* (2006) consideram o coeficiente β_{2i} que designam como risco de taxa de juro. Pathan (2009, p. 1342), centrando-se no setor bancário, salienta que o risco total regista a variabilidade na rendibilidade das ações e “reflete as perceções do mercado acerca dos riscos” associados aos ativos, responsabilidades e operações fora do balanço. Para cálculo da rendibilidade das ações, Pathan (2009) recorre ao logaritmo natural do valor de mercado das ações no momento n sobre o valor das ações no momento $n-1$ e para o cálculo do risco sistemático e do risco idiossincrático recorrem ao seguinte modelo de dois fatores (Pathan, 2009, p. 1342):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_{1i}R_{mt} + \beta_{2i}\text{Interest} + \varepsilon_{it} \quad [1]$$

Em que:

R – Rendibilidade das ações

(*downside*) em vez da variância dos resultados”, pois são os resultados abaixo das expectativas formuladas que suscitam a introdução de alterações para os anos subsequentes.

¹⁶⁸ Chen *et al.* (2006) salientam que é um assunto relevante no âmbito da literatura centrada no setor bancário.

¹⁶⁹ O que corresponde igualmente à variável de risco considerada por Bhagat e Bolton (2008), embora os autores atribuam na análise um papel distinto ao risco.

i – Empresa
 t – Tempo
 β_{li} – Risco sistemático da empresa i
 R_{mt} – Rendibilidade do índice S&P 500
 INTEREST – Rendimento (*yield*) das obrigações de tesouro dos EUA a 3 meses
 ε_{it} – Resíduo da equação, cujo desvio padrão corresponde ao risco idiossincrático

Para adaptação ao contexto Europeu, assumiu-se a rendibilidade do índice MSCI Europe e a taxa de juro LIBOR a 3 meses, ou seja:

R_{mt} – Rendibilidade do índice MSCI Europe
 INTEREST – Taxa de juro LIBOR a 3 meses

A seleção da rendibilidade do índice MSCI Europe, também adotada por Felício *et al.* (2018), justifica-se pela ampla cobertura que faz do mercado Europeu (447 constituintes). De acordo com os dados disponíveis (MSCI Inc., 2016), o índice cobre 15 países com “mercados desenvolvidos” na Europa, nomeadamente Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça. No caso da variável INTEREST, estava em causa o rendimento proporcionado por um ativo sem risco, no caso dos EUA, obrigações. Não havendo equivalente no caso Europeu, foram exploradas várias alternativas, como o rendimento a 3 meses de obrigações com *rating* AAA, mas verificou-se que o Banco Central Europeu só disponibiliza essa informação a partir de 2004. Em recurso, também como Felício *et al.* (2018), utilizou-se a informação sobre as taxas interbancárias tendo-se considerado a maior influência da LIBOR relativamente à EURIBOR.

Verifica-se no entanto que, contrariamente a Anderson e Fraser (2000), Victoravich *et al.* (2011) e Felício *et al.* (2018), Pathan (2009) e Nakano e Nguyen (2012) para além da rendibilidade das ações também consideram outras medidas de desempenho para posterior cálculo do risco. Pathan (2009), para além das variáveis risco total, risco sistemático e risco idiossincrático, que considera como principais, analisa ainda o risco da rendibilidade do ativo e o risco de insolvência para avaliar a robustez dos resultados. Nakano e Nguyen (2012) consideram a rendibilidade do ativo e do rácio Q de Tobin¹⁷⁰, reconhecendo que tal conduzirá à obtenção de variáveis de risco positivamente correlacionadas. Para obtenção do risco idiossincrático baseado na rendibilidade do ativo e do rácio Q de Tobin recorrem aos valores médios do setor de atividade que subtraem aos valores apurados para cada empresa e como, no caso da rendibilidade do ativo e do rácio Q de Tobin, não é possível o cálculo do desvio padrão anual necessário à utilização de dados em painel, Nakano e Nguyen (2012) recorrem a uma alternativa baseada no valor absoluto da diferença entre o desempenho efetivo e o desempenho esperado. Nakano e Nguyen (2012) analisam, adicionalmente, o risco de falência das empresas.

John *et al.* (2008) também recorrem à volatilidade como medida do risco mas, para o efeito, consideram o rácio do EBITDA (resultados antes de juros, impostos, depreciações

¹⁷⁰ Na prática Nakano e Nguyen (2012) recorrem ao rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico do ativo total.

e amortizações) sobre o ativo. McNulty *et al.* (2013), por seu lado, concentram a análise no risco financeiro das empresas relacionado com a tesouraria, liquidez e margem financeira das empresas. Todavia, no estudo realizado, a análise centra-se especificamente na variação destes indicadores entre o período pré-crise e o período de crise e McNulty *et al.* (2013) consideram que o risco financeiro é baixo se essa variação foi baixa (ou seja, os mesmos níveis de liquidez e folga foram mantidos).

No âmbito do presente trabalho, em linha com Anderson e Fraser (2000), Chen *et al.* (2006) Pathan (2009), Victoravich *et al.* (2011) e Felício *et al.* (2018) centra-se a análise no risco total, no risco sistemático e no risco idiossincrático.

3.3.3- Variáveis de controlo

No âmbito da investigação sobre governação das sociedades é comum a utilização de variáveis de controlo, sendo as mais habituais referentes ao setor de atividade (Adams *et al.*, 2005; Aggarwal *et al.*, 2009; McNulty *et al.*, 2013), à dimensão (Muth e Donaldson, 1998; Adams *et al.*, 2005; Aggarwal *et al.*, 2009; Guest, 2009; Adjaoud e Ben-Amar, 2010; Hansson *et al.*, 2011; Wintoki *et al.*, 2012; McNulty *et al.*, 2013; Van Essen *et al.*, 2013) e à idade das empresas (Adams *et al.*, 2005; Guest, 2009; Wintoki *et al.*, 2012). Também são utilizadas outras variáveis como a rendibilidade, as oportunidades de crescimento, os dividendos (McNulty *et al.*, 2013), a taxa de rendibilidade da indústria, o risco (Muth e Donaldson, 1998), a alavancagem (Muth e Donaldson, 1998; Wintoki *et al.*, 2012; Van Essen *et al.*, 2013), o desenvolvimento económico nacional, as instituições nacionais, o contexto da indústria, a estrutura acionista, a situação financeira da empresa, a fase no ciclo de vida da empresa e a cotação em mercados mais desenvolvidos¹⁷¹ (Van Essen *et al.*, 2013). Westphal e Graebner (2010), por seu lado, fazem uma análise mais detalhada e recorrem à diversificação da empresa como indicador dos custos de agência, na medida em que pressupõem que é do interesse dos gestores alcançar maior diversificação e também porque empresas que são mais diversificadas serão, provavelmente, mais complexas dificultando a ação de monitorização dos administradores. Li e Simerly (1998) também reconhecem a importância da diversificação recorrendo, como variável de controlo, ao índice de Herfindahl, pois as empresas com maior diversificação podem estar expostas a diferentes condições ambientais.

A propósito da utilização de variáveis de controlo na investigação em gestão, Carlson e Wu (2012) assinalam que, muito embora se trate de uma prática muito disseminada, se verificam problemas decorrentes de deficiente implementação e interpretações incorretas¹⁷², sendo necessário assegurar, nomeadamente, que as variáveis de controlo

¹⁷¹ No pressuposto que, ao fazê-lo, a empresa passa a adotar os padrões correspondentes ao mercado mais exigente.

¹⁷² Embora Carlson e Wu (2012, p. 429) reconheçam que, apesar dos problemas na utilização das variáveis de controlo, tal não suscita “problemas generalizados para as interpretações dos resultados da investigação em gestão”.

apropriadas (e em número adequado¹⁷³) são incluídas na análise e que a sua escolha está adequadamente suportada tanto no que se refere à relação com as variáveis independentes como com as variáveis dependentes. Estes autores (p. 415) identificam três motivações para a realização do controlo estatístico no estudo das relações entre variáveis, nomeadamente, estimar relações “purificadas” (com recurso a uma variável de controlo não relacionada com a variável de interesse, ou seja, ortogonal), estimar relações “controladas” considerando o efeito de outras variáveis relevantes (mas que suscita a necessidade de compreender o efeito que estas variáveis exercem sobre as variáveis de interesse da análise) e estimar o contributo incremental de determinada variável, considerados os efeitos de outras (essencialmente permite obter modelos com maior variância explicada e a análise centra-se no contributo adicional aportado por novas variáveis independentes)¹⁷⁴. Wintoki *et al.* (2012) destacam a importância da inclusão de variáveis de controlo nos trabalhos focalizados na governação das sociedades, especialmente variáveis que variem no tempo e possam afetar o desempenho e a governação simultaneamente.

3.3.3.1- Dimensão das empresas

A dimensão das empresas tem implicações relevantes no estudo do impacto da governação das sociedades no desempenho e no risco empresariais. Jensen e Meckling (1976) consideram que as maiores empresas incorrem em maiores custos de agência, considerando que nessas empresas a monitorização é mais difícil e exige que sejam assumidos custos acrescidos. Existe evidência da relação entre a dimensão das empresas e algumas variáveis de governação, nomeadamente a dimensão do conselho de administração (Wintoki *et al.*, 2012; McNulty *et al.*, 2013) e, ao nível do desempenho, Li e Simerly (1998) e Van Essen *et al.* (2013) reportam uma influência negativa da

¹⁷³ Carlson e Wu (2012) verificam que a média é de 17,7 variáveis de controlo, embora esta média seja influenciada pelos estudos baseados em dados em painel (que têm, em geral, maior número de variáveis de controlo, nomeadamente o ano) e varie entre as revistas científicas que foram analisadas e quanto ao tipo de variáveis de controlo (fundamentação teórica vs. fundamentação empírica) e consideram que a argumentação acerca dos benefícios de um número grande de variáveis de controlo tem pouco fundamento, não devendo ser introduzidas variáveis de controlo sem que tenham o suporte apropriado. A este propósito os autores referem, adicionalmente, que as variáveis de controlo que não evidenciem uma correlação com outras variáveis, igual ou superior a 0,10, devem ser excluídas da análise.

¹⁷⁴ Por exemplo, Larcker *et al.* (2007), ao tratar várias das variáveis dependentes, apresentam os resultados com e sem variáveis de controlo. No caso específico da ROA, verificam que a inclusão das variáveis de controlo melhora a capacidade do modelo para explicar a variabilidade da variável de interesse em 5,9% enquanto que, partindo de um modelo apenas com variáveis de controlo, a inclusão das variáveis independentes melhora a capacidade do modelo explicar a variabilidade em 4,7%. Mas, mais importante é verificar que nas regressões que incluem variáveis de controlo, o número de relações significativas com sinais contrários aos esperados diminuem, ou seja, o modelo “assenta melhor” nos pressupostos iniciais.

dimensão¹⁷⁵. No que se refere ao risco, Pathan (2009) refere que algumas empresas de grande dimensão acabam por assumir níveis excessivos de risco, por se considerarem grandes demais para falhar (“too big to fail”). A dimensão das empresas é apurada de formas distintas por diferentes autores (Dang *et al.*, 2018). Bhagat e Bolton (2008), McNulty *et al.* (2013) e Van Essen *et al.* (2013) recorrem ao logaritmo do ativo, enquanto outros recorrem ao logaritmo do valor de mercado (Wintoki *et al.*, 2012), ao logaritmo do valor das vendas (Kale *et al.*, 2009; Westphal e Graebner, 2010) (as três variáveis analisadas, também recorrendo à transformação logarítmica, por Dang *et al.*, 2018) ou ao número de colaboradores¹⁷⁶ (Donaldson e Davis, 1991; Luoma e Goodstein, 1999). Vieito (2012), reconhecendo as diferentes perspetivas sobre a determinação da dimensão das empresas e as insuficiências de cada uma dessas perspetivas para o fazer de forma isolada e aferir a dimensão das empresas utilizam o logaritmo do valor de mercado, o logaritmo das vendas anuais líquidas e o logaritmo do ativo total¹⁷⁷. A maioria dos autores considera a existência de uma relação não linear em que a importância da dimensão é marginalmente decrescente (logaritmo), mas Kale *et al.* (2009) ainda assumem uma função quadrática. Atendendo aos trabalhos centrados na governação das sociedades analisados e à argumentação de Dang *et al.* (2018), em particular a propósito da replicação de estudo no âmbito das governação das sociedades¹⁷⁸, no essencial está em questão a escolha entre a utilização do logaritmo do ativo e das vendas (que Dang *et al.*, 2018 reportam ter uma correlação de 0,92) e o logaritmo da capitalização bolsista que, no entanto, acaba por ser influenciada pela crise financeira internacional ocorrida no período em análise e, tal como Dang *et al.* (2018, p. 164), implicaria “correlação mecânica”¹⁷⁹ no caso das variáveis de desempenho bolsista, o que não sucede na utilização do logaritmo do ativo total nas regressões que têm como variável de interesse a rendibilidade do ativo (Dang *et al.*, 2018 reportam semelhanças nos resultados obtidos com a utilização alternativa do logaritmo do volume de vendas). Atendendo à especificidade das variáveis e à argumentação de Dang *et al.* (2018, p. 175) acerca das vendas totais (relacionadas com o mercado do produto, mas não prospetivas) e do ativo (o que a empresa tem ao seu dispor para gerar lucros), acrescentando a argumentação, à luz da teoria de agência, da tendência dos gestores para aumentarem a dimensão da empresa (o que se refletiria num

¹⁷⁵ Wintoki *et al.* (2012) assumem uma postura oposta considerando que a dimensão acrescida do conselho de administração se associa positivamente à maior dimensão da empresa que, por sua vez, resulta do bom desempenho prévio.

¹⁷⁶ Li e Simerly (1998) salientam que a literatura de gestão recorre normalmente ao logaritmo do número de empregados, mas consideram que o logaritmo do volume de vendas é mais apropriado por não se deixar influenciar tanto pelas especificidades do setor de atividade (alguns mais intensivos em capital humano do que outros).

¹⁷⁷ Como as variáveis estão muito correlacionadas não podem ser introduzidas em simultâneo no modelo, pelo que Vieito (2012) procede a uma análise de componentes principais para extrair informação das três variáveis.

¹⁷⁸ Dang *et al.* (2018) verificam, embora dependente da variável de interesse em análise, alterações nos sinais e significância de coeficientes de outras variáveis independentes quando testam diferentes variáveis de dimensão. Salienta-se que as alterações, quando controlado o efeito do setor de atividade, são mais evidentes quando utilizada a capitalização bolsista do quando alternam entre o volume de vendas e o ativo.

¹⁷⁹ Complementarmente Dang *et al.* (2018) referem que, por este motivo, o R² não deve ser considerado isoladamente para avaliar a adequação das variáveis alternativas de dimensão.

ativo superior), considerou-se o logaritmo do ativo como variável para representar a dimensão.

3.3.3.2- Setor de atividade

Vários autores (e.g., Donaldson e Davis, 1991; Larcker *et al.*, 2007; Brown *et al.*, 2009; Kale *et al.*, 2009; Vieito, 2012; McNulty *et al.*, 2013; Van Essen *et al.*, 2013) introduzem na análise a informação relativa ao setor de atividade, embora subsistam distintas perspectivas sobre a forma como essa informação é incluída e a interpretação subjacente¹⁸⁰. Donaldson e Davis (1991) salientam que o setor de atividade captura informação que abrange, entre outros, o produto, o mercado e a competição e classificam as empresas em seis agrupamentos setoriais. Larcker *et al.* (2007) analisam grupos de empresas constituídos com base no setor de atividade (consideram os setores SIC¹⁸¹ a dois dígitos) e também calculam a ROA ajustada pelo setor de atividade. Brown *et al.* (2009) abordam o setor de atividade na perspectiva do nível de risco¹⁸² que lhe está associado, o que exige a adoção de modelos de governação diferenciados, e Kim *et al.* (2009) salientam a importância do setor de atividade para caracterizar a dinâmica¹⁸³ e a complexidade do ambiente em que as empresas desenvolvem a atividade. Kale *et al.* (2009) também apreciam o setor com base na classificação SIC a dois dígitos¹⁸⁴ e verificam que a indústria afeta o desempenho, assim como, a dimensão do diferencial remuneratório ao nível da comissão executiva e acrescentam que, dentro de uma indústria homogénea, é mais fácil candidatos externos concorrerem ao cargo de CEO, da mesma forma que é mais fácil para os restantes executivos virem a ser CEO noutra empresa. Vieito (2012), por seu lado, recorreu à classificação de 48 setores¹⁸⁵ suportada em variáveis binárias. Van Essen *et al.* (2013) não se referem explicitamente ao setor de atividade como variável de controlo, mas no final acabam por testar a robustez dos resultados obtidos criando subamostras de empresas financeiras *versus* empresas não financeiras, salientando que observam a existência de diferenças entre os grupos¹⁸⁶ e também identificam implicações

¹⁸⁰ Por exemplo, Jensen e Meckling (1976) destacam o papel do setor na medida em que os gestores têm maior facilidade em obter retornos não pecuniários em determinados setores e, em consequência, nesses setores a percentagem de capital externo será mais baixo sendo necessário às empresas assumir níveis superiores de endividamento.

¹⁸¹ SIC – *Standard Industry Classification*

¹⁸² Brown *et al.* (2009) consideram que as empresas ferroviárias desenvolvem a atividade num ambiente de baixo risco ao passo que as empresas químicas desenvolvem a atividade num ambiente de elevado risco.

¹⁸³ Schmidt e Brauer (2006) referem-se também à importância de considerar a dinâmica (velocidade) do ambiente para a avaliação da eficácia do conselho de administração. Li e Simerly (1998) mediram o grau de dinamismo de diferentes indústrias, com base na produção setorial, e classificaram o setor da alimentação e bebidas como um caso de baixo dinamismo e o setor dos computadores e eletrónica como um caso de elevado dinamismo.

¹⁸⁴ Para analisar as empresas em cada setor, Kale *et al.* (2009) consideram ainda os quartis de dimensão.

¹⁸⁵ O sistema de classificação adotado distingue-se por ser baseado em diferenças em termos do custo de capital, razão pela qual Vieito (2012) o considera mais apropriado.

¹⁸⁶ Em particular verificam a influência de variáveis de governação nas empresas não financeiras, não acontecendo o mesmo nas empresas financeiras.

decorrentes de combinações entre o setor de atividade com o quadro normativo vigente em cada país.

3.3.3.3- Contexto

Van Essen *et al.* (2013) salientam que as diferenças entre países justificam cerca de 25% da variância no desempenho das empresas e refletem sobre a importância das instituições nacionais pelas implicações nas relações entre acionistas e entre os acionistas e a gestão. Sublinham que nos países com melhor proteção dos acionistas e credores (normalmente identificados pelo direito comum em oposição ao direito civil), a confiança dos investidores será melhor e, por essa razão, os sistemas financeiros terão maior dimensão e maior liquidez, o que se reflete na capacidade das empresas acederem a recursos financeiros¹⁸⁷, mas também na incidência de situações de expropriação de acionistas minoritários (em linha com a argumentação de Shleifer e Vishny, 1997 e La Porta *et al.*, 2000). No caso Europeu, a pertença à União Europeia e à zona Euro implica que os países adotem e respeitem um conjunto de regras relativamente uniformes quanto ao funcionamento dos mercados¹⁸⁸. Ainda assim, as questões de natureza cultural podem influenciar a postura relativamente ao risco (Nakano e Nguyen, 2012). Relativamente ao período temporal, McNulty *et al.* (2013) realçam que o impacto da crise financeira internacional (2008/09)¹⁸⁹ não se esgotou nas empresas do setor financeiro, tendo sido os restantes setores afetados, nomeadamente, pelo efeito na disponibilidade e condições de obtenção de crédito e no nível de investimento. Assim, neste âmbito, considera-se a existência de diferenças que decorrem da pertença à União Europeia e à zona Euro e também se releva a informação temporal, com relevo para os anos da crise financeira internacional 2008/09. Nos três casos recorre-se a variáveis binárias (*dummies*).

¹⁸⁷ Van Essen *et al.* (2013), para além da importância do quadro legal, também refletem sobre a importância do país na perspetiva do sistema financeiro baseado na banca, assumindo que terão melhor desempenho, no contexto de crise, as empresas em países onde sobressai a importância da banca relativamente às empresas em países com sistemas financeiros baseados no mercado. Os resultados revelam que os sistemas baseados no mercado são mais favoráveis em contextos estáveis e menos favoráveis durante a crise. De qualquer das formas, como os sistemas baseados na banca podem estar associadas a outras características dos países, é complexa a compreensão, sendo necessária mais investigação.

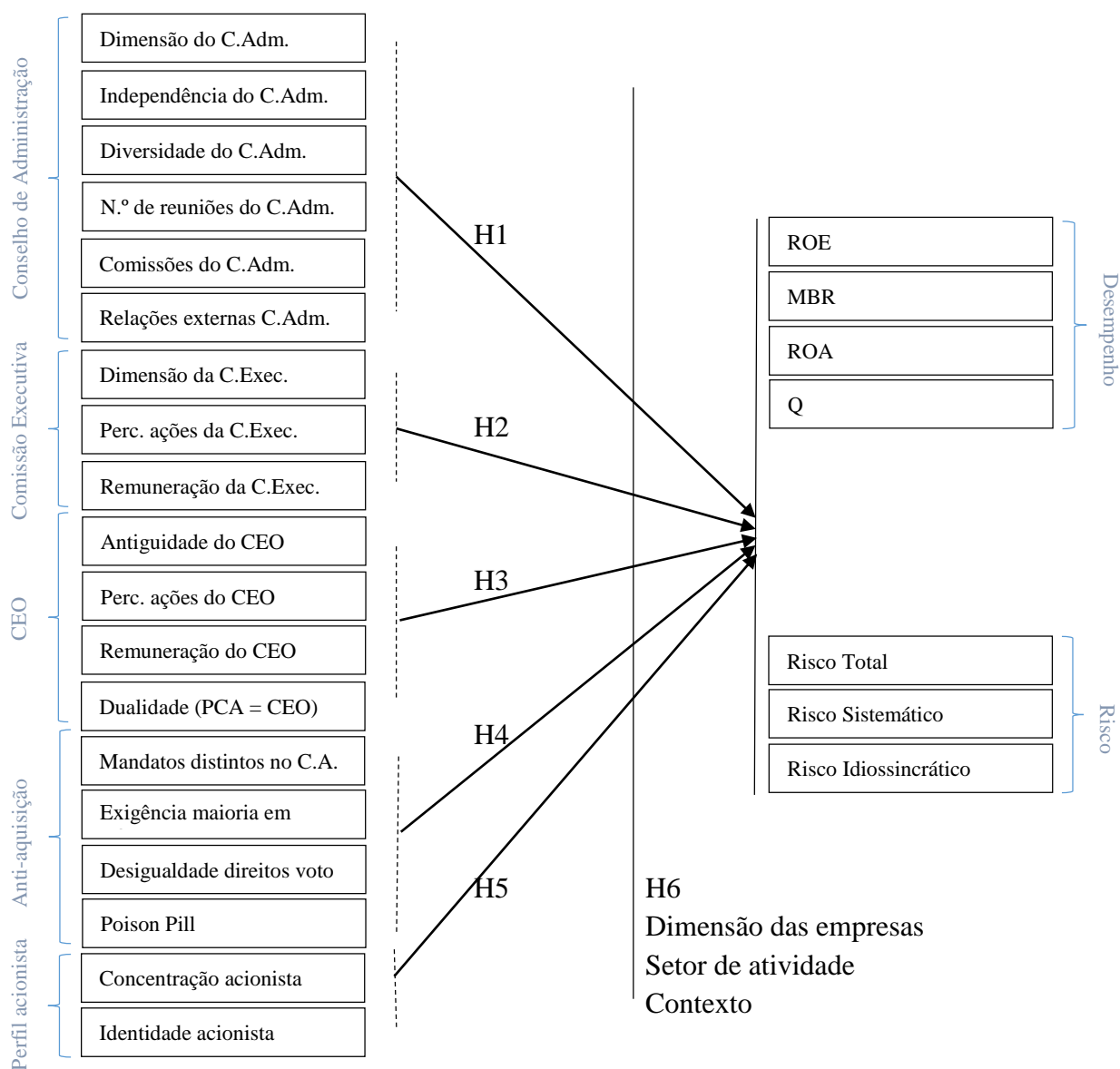
¹⁸⁸ “A adesão à UE é um processo complexo e demorado. Além de ter de cumprir as condições de adesão, o país candidato tem de aplicar a legislação e a regulamentação da UE em todas as áreas. Para se poder candidatar à UE, um país tem de começar por satisfazer as condições de adesão. Estas condições, conhecidas como «critérios de Copenhaga», incluem a existência de uma economia de mercado livre, de uma democracia estável e de um Estado de Direito, bem como a aceitação de toda a legislação e regulamentação da UE, incluindo o euro.” Fonte: http://europa.eu/about-eu/countries/joining-eu/index_pt.htm consultado em 23 de junho de 2014.

¹⁸⁹ Li e Simerly (1998) também destacaram a importância do contexto de crise (recessão) para interpretar os dados centrados no período 1990-93 nos EUA.

3.4- Modelo de investigação (detalhado)

Com base na reflexão detalhada ao longo do presente capítulo, é possível expandir o modelo de investigação apresentado na figura 1 por forma a representar mais detalhadamente as relações que se estudam neste trabalho de investigação (Figura 2).

Figura 2 – Modelo de investigação (detalhado)



Capítulo 4 – Métodos de Investigação

O capítulo 4 centra-se nos métodos utilizados para dar resposta aos objetivos do trabalho de investigação. Após a introdução são apresentados a seleção da amostra e o processo de recolha de dados. Posteriormente é feita a caracterização genérica da amostra, discutidas as implicações decorrentes da endogeneidade e termina-se com as técnicas utilizadas para análise dos dados recolhidos.

4.1- Introdução

Um dos desafios associados à investigação sobre governação das sociedades reside na obtenção de dados (Börsch-Supan e Köke, 2002). Múltiplos investigadores têm recorrido a informação disponível em bases de dados de referência, como são o caso da ExecuComp (Adams *et al.*, 2005; Kale *et al.*, 2009; Vieito, 2012), CRSP (Adams *et al.*, 2005) e Datastream (Guest, 2009), prevalecendo os trabalhos centrados na análise de empresas cotadas (Adams *et al.*, 2005; Adjaoud e Ben-Amar, 2010), no contexto dos EUA (Larcker *et al.*, 2007; Guest, 2009; Vieito, 2012). Essas bases de dados têm alargado o âmbito da informação registada, disponibilizando maior número de variáveis, como é o caso do suplemento “Asset4 ESG Universe Lists” (por simplificação designada apenas como Asset4) disponível através da plataforma Datastream e que permite o acesso a informação específica sobre a governação das sociedades no período iniciado em 2002 concedendo aos investigadores um apreciável painel de análise que abarca a recente crise financeira internacional¹⁹⁰. Não obstante, a prevalência do recurso a bases de dados é, ainda assim, possível diferenciar a investigação através da análise de um período mais longo e do recurso a técnicas estatísticas adequadas ao perfil desses dados¹⁹¹. A crise financeira internacional constitui também uma oportunidade para visitar os sistemas de governação adotados e as suas implicações no desempenho e no risco empresariais. Adicionalmente, a introdução de outras teorias na análise, complementarmente à teoria de agência, permite verificar em que medida se compatibilizam para uma melhor compreensão das relações existentes entre a governação das empresas e o seu desempenho e risco e os motivos que justificam as divergências nos resultados alcançados em investigações prévias. A escolha de empresas cotadas em bolsa justifica-se pelo facto de nestas empresas sobressaírem os problemas de agência decorrentes da superior dispersão acionista¹⁹². Por outro lado, muita da teoria tem sido desenvolvida no contexto de elevada dispersão acionista (EUA), o que não é tão evidente no caso Europeu¹⁹³ (Shleifer e Vishny, 1997), dadas as diferentes tradições, a importância dos diferentes

¹⁹⁰ Esta evolução permite minorar as limitações reportadas por Vieito (2012) e o esforço necessário para combinar diferentes bases de dados (Kale *et al.*, 2009).

¹⁹¹ Larcker *et al.* (2007) consideram que ainda está por identificar qual a melhor abordagem económica para o estudo da relação entre a governação das sociedades e o desempenho empresarial.

¹⁹² Van Essen *et al.* (2013), entre as empresas cotadas ainda restringem mais o universo de análise e estudam apenas as empresas dos principais índices de títulos cotados.

¹⁹³ La Porta *et al.* (2000) destacam precisamente que a dispersão acionista não é um padrão absoluto e que na maioria dos países subsistem padrões de concentração acionista centrados nas famílias e, em alguns casos, no próprio Estado, o que implica especificidades na governação das empresas.

enquadramentos nacionais e das empresas familiares ou outras controladas por acionistas de referência.

4.2- Seleção da amostra

Neste estudo optou-se por focalizar a análise nas empresas cotadas em bolsa e sediadas nos países europeus. Conforme descrito por Börsch-Supan e Köke (2002), trata-se de abordagem seguida por vários autores, porém o enfoque neste tipo de empresas suscita problemas associados à seletividade (não aleatoriedade) da amostra, na medida em que o recurso estas empresas, tendo desempenho superior às restantes (não cotadas e de menor dimensão), implica endogeneidade na constituição da amostra, uma vez que se pretende estudar os determinantes do desempenho.

As empresas cotadas em bolsa, embora possam variar em termos de atividade, dimensão e outras características, partilham deveres de disponibilização pública de informação sobre a sua organização e atividade, o que facilita a obtenção direta de dados. No que se refere à delimitação geográfica, diferentes fontes apresentam distintas delimitações da Europa e, por esse motivo, diferente entendimento sobre quais são os países europeus, com particular relevo nos países que, pela sua dimensão, acabam por se estender até à Ásia (casos particulares da Federação Russa e da Turquia). A Organização das Nações Unidas (United Nations, 2013) reconhece a existência de diferentes abordagens à constituição de agrupamentos regionais de países e considera a Turquia como um país da Ásia e a Federação Russa como um país da Europa. Recentemente, a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OECD, 2014) publicou um relatório em que inclui a Turquia na listagem de países europeus, mas não inclui a Federação Russa. Esta é uma primeira dificuldade na delimitação do universo de estudo. É habitual encontrar estudos centrados nas empresas localizadas em países da União Europeia, o que permite uma delimitação mais clara, mas mesmo assim com variações ao longo do tempo.

Para obtenção dos dados para análise, optou-se por recorrer à base de dados Datastream¹⁹⁴ disponível através do servidor Tobin do CEFAGE – Centro de Estudos e Formação Avançada em Gestão e Economia da Universidade de Évora. A versão contratada pelo CEFAGE permite o acesso ao suplemento da Datastream¹⁹⁵, “Asset4 ESG Universe Lists” (tanto o Asset4¹⁹⁶, desde 2009, como a Datastream são detidas pela Thomson Reuters) estando a segmentação de acordo com a região, neste caso, a Europa.

¹⁹⁴ Na fase inicial do trabalho foram equacionadas outras alternativas, nomeadamente o recurso a outras bases de dados (não se tendo identificado, entre as que estão acessíveis através da Universidade de Évora e da Universidade de Lisboa, outra que seja tão completa no âmbito da governação das sociedades), a recolha de informação através de questionário enviado às empresas (com elevados riscos em termos da taxa de resposta, especialmente das empresas não sediadas em Portugal) e a recolha de informação diretamente através dos relatórios e contas das empresas selecionadas (com riscos decorrentes da indisponibilidade de relatórios mais antigos e outros que não estejam disponíveis em inglês).

¹⁹⁵ A Datastream é uma plataforma que assegura a distribuição de dados disponíveis em várias bases de dados, por exemplo a Worldscope, em consonância com os contratos estabelecidos com os clientes.

¹⁹⁶ Cheng *et al.* (2014) também recorrem ao Asset4 para recolha de dados.

No essencial, os dados foram recolhidos em Dezembro de 2014 e Janeiro de 2015. Posteriormente recolheu-se informação complementar, com base na mesma referência temporal e mesma listagem de empresas. Verifica-se, no entanto, que nem todas as empresas têm correspondência de dados para cada um dos anos em análise. No final constituiu-se a amostra baseada no suplemento Asset4 de 979 empresas¹⁹⁷, ao longo do período compreendido entre 2002¹⁹⁸ e 2013 (12 anos)¹⁹⁹. A base de dados é constituída por 8.768 linhas de dados (o máximo seria 11.748 linhas de dados), após a eliminação dos anos para cada empresa sem informação. No que se refere a dados sobre a concentração acionista, recorreu-se à base de dados Amadeus, acedida através do ISEG – Instituto Superior de Economia e Gestão da ULisboa. A compatibilização entre as empresas listadas na plataforma Datastream e na base de dados Amadeus foi efetuada com recurso ao código ISIN²⁰⁰. Na secção seguinte é apresentada informação detalhada sobre a recolha dos dados e a preparação da base de dados.

4.3- Recolha dos dados e preparação da base de dados

4.3.1- Datastream e Asset 4

Conforme referem Chanavat e Ramsden (2013), o suplemento Asset4²⁰¹ é alimentado através de um processo de recolha de dados baseado em fontes públicas de informação, nomeadamente os relatórios de responsabilidade social, relatórios anuais e as páginas de *internet* institucionais das empresas acompanhadas no âmbito do Asset4. Cheng *et al.* (2014) referem que os dados recolhidos pelo Asset4 são objetivos e públicos e realçam a dificuldade em compilar este tipo de informação pela falta de referenciais globalmente aceites para a disponibilização de informação sobre os vários temas. Não obstante, o Asset4 abarca um conjunto alargado de variáveis de governação das sociedades, relevantes para o presente trabalho. Cheng *et al.* (2014), bem como outras fontes, como é o caso do sítio na *internet* do Asset4, não esclarecem o critério de inclusão de empresas no Asset4. A Datastream permite, simultaneamente, o acesso a informação financeira.

¹⁹⁷ Por exemplo, Van Essen *et al.* (2013) estudam 1.197 empresas europeias, embora num período mais curto e Vieito (2012), no caso dos Estados Unidos da América, estudam 1.500 empresas. A preocupação com a dimensão da amostra entronca com a observação de Muth e Donaldson (1998) sobre a importância de dispor de amostras grandes para poder obter coeficientes estatisticamente significativos dado o efeito marginal que os conselhos de administração têm no desempenho.

¹⁹⁸ Verifica-se a coincidência com a entrada em circulação do Euro em alguns dos países europeus, assunto que também é considerado no quadro das variáveis de controlo.

¹⁹⁹ Bhagat e Bolton (2008), dependendo das variáveis em análise, consideram como período máximo os anos 1993 a 2003, Kale *et al.* (2009) consideram o período compreendido entre 1993 e 2004 e Vieito (2012) consideram o período de 1992 a 2004.

²⁰⁰ O código ISIN (<https://www.isin.org/>) é constituído por 12 caracteres alfanuméricos e identifica, de forma inequívoca, títulos internacionais (neste caso, empresas cotadas em bolsa).

²⁰¹ No que se refere à governação das sociedades, o Asset4 organiza a informação recolhida em cinco categorias: estrutura do conselho de administração, política de remuneração, funções do conselho de administração, direitos dos acionistas e, por fim, visão e estratégia.

4.3.2- Amadeus

Para obter a informação sobre concentração acionista, porque a informação acessível através da Datastream sobre os acionistas não é suficientemente completa, recorreu-se à base de dados Amadeus (comercializada pela Bureau van Dijk), que elenca informação mais detalhada sobre os maiores acionistas e as percentagens detidas direta e indiretamente. A informação sobre os bancos está disponível na Bankscope e sobre as seguradoras está disponível na ISIS. Tanto o CEFAGE como o ISEG permitem o acesso à Amadeus, o ISEG também permite o acesso à Bankscope mas a ISIS não está disponível em nenhuma das instituições. A concretização da compatibilização das bases de dados foi feita manualmente com recurso ao código ISIN.

4.3.3- Preparação da base de dados

Depois de definido o modelo de investigação e da seleção do Asset4 identificaram-se as correspondências entre as variáveis selecionadas (identificadas no modelo de investigação) e os códigos que permitem a sua recolha a partir da Datastream. No Asset4 está disponível um ficheiro com um glossário de todas as variáveis disponíveis (Asset4, 2013), o que facilita a identificação dos códigos das variáveis pretendidas (Anexo 1).

Após a primeira recolha de dados foram recolhidos outros adicionais, nomeadamente sobre o setor de atividade, país, cotações diárias, etc. Considerou-se o mesmo período de análise e a mesma listagem de empresas. Em consultas subsequentes foi registado o ajustamento no nome de algumas empresas, a descontinuação do acompanhamento a outras e novas empresas no quadro do Asset4. Foram adotados todos os cuidados para que se mantenha a correspondência entre a listagem inicial de empresas e os respetivos dados recolhidos. A base de dados foi ajustada no sentido de assumir a sua organização mais conveniente à utilização de técnicas para dados em painel no programa Stata. Neste processo, removeram-se as linhas para as quais não havia dados, por exemplo, empresas que passaram a ser acompanhadas no âmbito da Asset4 mas não dispõem de dados nos anos iniciais ou empresas que ainda não têm dados disponíveis para o ano 2013²⁰².

Na escolha da variável de concentração acionista (Amadeus), optou-se pela utilização da percentagem total de controlo do acionista final²⁰³, ou seja, se um acionista (seja individual, empresa ou outro) detiver ações diretamente e indiretamente (por exemplo, através de uma empresa que também controla), pretende-se utilizar a informação sobre a percentagem total. Com base nessa informação foram criadas três variáveis, para cada empresa e para cada ano em análise, nomeadamente a percentagem detida pelo maior

²⁰² Considera-se esta situação normal, nomeadamente pelo facto de nem todas as empresas (nomeadamente as sediadas no Reino Unido) não terem o seu ano fiscal alinhado com o ano civil o que, naturalmente, altera a data de divulgação dos respetivos relatórios e contas.

²⁰³ A Amadeus caracteriza o proprietário final (UO – *ultimate owner*, seja indivíduo, empresa ou outro) com base nos seguintes critérios: 1) “a percentagem mínima que deve caracterizar o trajeto entre a empresa em análise ao seu proprietário final: 50,01%” e 2) “UO não pode ter nenhum acionista identificado ou todos os seus acionistas terem uma percentagem desconhecida”.

acionista, o número de acionistas com posições iguais ou superiores a 5% e a percentagem acumulada pelos acionistas com posições iguais ou acima de 5%²⁰⁴.

Apesar do trabalho desenvolvido, não foi possível a recolha de informação referente a todas as variáveis identificadas no modelo de investigação, nomeadamente sobre a percentagem de ações detidas pelos membros da comissão executiva e pelo CEO, a remuneração dos membros da comissão executiva e a antiguidade do CEO. Dada a percentagem de valores ausentes ser superior a 50% também se optou por não incluir na análise a variável referente à presença de mecanismos do tipo *Poison Pill*. No que se refere ao perfil acionista, embora se tenha recolhido informação completa sobre a concentração acionista, fica por tratar a identidade acionista.

4.4- Caracterização genérica da amostra

Nesta secção salienta-se a descrição da dimensão da amostra proporcionada pelo Asset4, por ano, país e setor de atividade, prosseguindo-se com as estatísticas descritivas, análise de valores ausentes e uma análise da amostra utilizada face ao universo de empresas europeias cotadas em bolsa.

4.4.1- Dimensão da amostra por ano, país e setor de atividade

A dimensão da amostra é de 979 empresas cotadas na Europa para o período de 12 anos compreendido entre 2002 e 2013. Como em várias empresas os dados para alguns dos anos estavam em falta, obtiveram-se 8.768 observações (pares empresa/ano) (Anexo 2, Quadro 1). Verifica-se que cerca de um terço das empresas tem disponível informação para 9 ou 10 anos de atividade e que, para um pouco mais de um terço das empresas a informação disponível abarca os 12 anos de atividade. Para 69% das empresas analisadas, a base de dados inclui informação referente a, pelo menos, 9 anos de atividade. Decidiu-se incluir todas as empresas²⁰⁵, mesmo aquelas com menor número de anos disponíveis. No entanto, a existência de número de anos distinto para as diferentes empresas tem implicações na análise dos dados. Importa, adicionalmente, compreender a distribuição

²⁰⁴ Ainda a propósito da concentração acionista, adicionalmente foi criada uma quarta variável (somatório de todas as participações acionistas para despistar casos com erros ou outro tipo de desconformidades). Em média, verificou-se que nos diferentes anos em análise, este problema abrangia cerca de 7% das empresas. Foi também feito um esforço no sentido de corrigir erros da base de dados, por exemplo, na repetição de entradas do mesmo acionista. Em geral, quando tal acontece num dos anos, não acontece nos demais, o que facilita a compreensão da origem do erro. Outras vezes, tratava-se de repetição, ou seja, o mesmo acionista identificado duas ou três vezes, o que não levantou grandes dificuldades ao respetivo ajustamento. A percentagem detida pelo maior acionista é, de todas, a menos suscetível a qualquer erro de introdução de dados referenciados. Nos casos em que não havia informação sobre a concentração acionistas, as respetivas células foram deixadas vazias e considerados valores ausentes (*missing values*).

²⁰⁵ O que está em linha com a argumentação de Börsch-Supan e Köke (2002) a propósito do potencial enviesamento dos painéis balanceados.

das observações pelos diferentes anos, especialmente atendendo à existência de um período específico de crise financeira internacional (Anexo 2, Quadro 2).

Os dados acerca da distribuição das observações, por ano, revelam que a cobertura do suplemento Asset4 tem vindo a ser alargado anualmente. Admite-se que o decréscimo de empresas no ano 2013 seja decorrente dos períodos regulares de encerramento de contas das empresas, que inclusivamente podem considerar como anos fiscais períodos distintos do ano civil, e a sua disponibilização pública. No que concerne à distribuição das empresas e observações pelos diferentes países, verifica-se uma grande incidência de empresas sedeadas na Grã-Bretanha (Anexo 2, Quadro 3). Esta incidência denota o maior desenvolvimento do mercado financeiro britânico, decorrente também do distinto sistema legal, com implicações na análise, porque as empresas britânicas tendem a assumir um perfil mais próximo do registado nos Estados Unidos da América, de maior dispersão acionista, do que em outros países europeus. A distribuição de empresas e observações, por setor de atividade, adota a codificação Datastream INDC3 (Anexo 2, Quadro 4). Verifica-se a existência de vários setores de atividade com representação idêntica entre 4 e 5% das empresas selecionadas. Sobressai, no entanto, uma maior representação de observações do setor de bens e serviços industriais (INDGS com 16,75%) e, considerando cumulativamente a banca (BANKS com 7,97%) e os seguros (INSUR com 4,49%), do setor financeiro. No entanto, considerando a especificidade da atividade dos setores da banca²⁰⁶ e dos seguros e as limitações na obtenção dos dados sobre concentração acionista, embora seja possível o acesso à Bankscope para o setor da banca, o mesmo não acontece relativamente à ISIS para o setor dos seguros, o estudo não tratará estas empresas. A amostra corresponde a um painel não balanceado (*unbalanced*), sendo notória a evolução decorrente do esforço do Asset4 para tornar o painel mais representativo das empresas cotadas em bolsa.

4.4.2- Estatísticas descritivas, testes de normalidade e estudo dos valores ausentes

Para a descrição das variáveis, não considerando as empresas dos setores da banca e seguros, recorreu-se às medidas de tendência central (média e desvio-padrão) e às frequências, de acordo com as características das variáveis (quantitativas e qualitativas). Acrescenta-se, ainda, informação sobre o teste de Kolmogorov-Smirnov para verificar se a distribuição da amostra se aproxima da distribuição normal (Maroco, 2003; Pestana e Gageiro, 2008) e sobre os valores ausentes. As estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis independentes referentes ao conselho de administração e à comissão executiva apoiam a análise (Anexo 2, Quadro 5).

Regista-se o aumento gradual no número de empresas incluídas na amostra, ao longo do período. Começando com 298 empresas atinge-se um máximo de 841 empresas, em 2012.

²⁰⁶ Srivastav e Hagedorff (2016) destacam que as diferenças entre a banca e as empresas de outros setores decorrem das atividades serem mais dependentes de informação e muito opacas, para além de diferenças ao nível da estrutura de capital e a existência de garantia dos governos relativamente aos montantes depositados pelos clientes.

Referente a 2013, estava disponível informação sobre 815 empresas. A dimensão média do conselho de administração, ao longo do período, oscilou entre um máximo de 11,20 membros, no ano 2003, e um mínimo de 10,29, no ano 2013. A significância do teste de Kolmogorov-Smirnov revela que se deve rejeitar a hipótese de normalidade da distribuição desta variável. No caso desta variável, não há valores ausentes. A percentagem de administradores independentes evidencia uma tendência para o seu aumento, com particular relevo entre 2006 e 2007, em paralelo com uma redução no desvio-padrão. No início do período, mesmo considerando que, em parte, a variação se deve às alterações na composição da amostra (maior número de empresas), a percentagem de administradores independentes é inferior à verificada no fim do período, momento em que representam, em média, 58,61% do conselho de administração. O nível de significância ($p = 0,000$) suporta a rejeição da hipótese de normalidade da distribuição da percentagem de administradores independentes. No que se refere aos valores ausentes, regista-se um decréscimo nos primeiros anos do período em análise, estabilizando nos últimos anos por volta dos 10%.

A percentagem de administradores do género feminino registou uma evolução gradual passando de 4,69%, no ano 2002, para 17,57%, no ano 2013. Também neste caso, rejeita-se a hipótese de normalidade da distribuição. Não existem valores ausentes. Esta evidência está em linha com Chanavat e Ramsden (2013) que, com referência ao período 2008-2012, registam um acréscimo na presença de mulheres nos conselhos de administração. Estes autores, com referência à Europa, destacam o progresso registado nas empresas do Reino Unido e de França que interligam com os regulamentos em vigor, em cada país, nomeadamente no Reino Unido, visando, a partir de outubro de 2012, a inclusão da diversidade de género na avaliação da eficácia do conselho de administração. No caso de França, em Janeiro de 2011 tornou-se obrigatório que empresas com mais de 500 colaboradores, até 2017, disponham de conselhos de administração constituídos por, pelo menos, 40% de mulheres.

A antiguidade média dos membros do conselho de administração realça a relativa estabilidade, ao longo dos anos em análise, o que significa que, em geral, os conselhos de administração adotam medidas com vista à renovação dos seus membros. No início do período os valores estavam próximos de uma média de 6 anos de antiguidade e no final aproximam-se de 6,5 anos de antiguidade. No final do período registam-se os desvios-padrão mais baixos. Quanto à normalidade, rejeita-se a hipótese nula. Os valores ausentes, registam um decréscimo percentual, estabilizando nos últimos anos em redor dos 9%.

As competências específicas sobre a indústria ou de natureza financeira, no final do período, abrangem cerca de 50% dos administradores. A distribuição desta variável não é normal. Os valores ausentes apresentam diferenças acentuadas entre o início do período, em que os valores ausentes eram claramente predominantes, e o final do período, totalmente completo.

O número de reuniões de 8, em média, em 2002, aumenta gradualmente para 9,17, em 2009 e estabiliza, mas verifica-se o acréscimo no desvio-padrão, o que indicia a maior diversidade no número de reuniões. Em termos da normalidade da distribuição ($p =$

0,000), pelo que se rejeita a respetiva hipótese de normalidade. A percentagem de valores ausentes reduz-se ao longo do período para cerca de 3,5%.

No início do período, apenas 71% das empresas em análise dispunha de uma comissão de auditoria crescendo, ao longo do período, para cerca de 97% no final. Neste caso não há valores ausentes. A presença de comissão de nomeações cresceu ao longo do período analisado, de 53%, para 89%, em 2013. Existem valores ausentes, mas em percentagem reduzida (igual ou abaixo de 1% em qualquer dos anos em análise). As comissões de remunerações estão presentes em 72% das empresas no ano 2002, mas essa percentagem sobe gradualmente para os 93% em 2012 e 2013. Esta variável não apresenta qualquer valor ausente.

O número médio de lugares de administração desempenhados noutras empresas era superior a 2,8 no início do período e decresce gradualmente para 1,41 em 2010, crescendo para 1,54 em 2013. A variável não tem uma distribuição normal. Os valores ausentes tendem a decrescer, não tendo expressão nos últimos anos.

A percentagem de membros do conselho de administração com funções executivas sofreu algumas variações ao longo dos anos alcançando o máximo de 24,41%, em 2004, decrescendo para 18,02%, em 2013. Recordando que a dimensão média dos conselhos de administração sofreu uma redução no mesmo período e que, simultaneamente, a percentagem de membros independentes aumentou gradualmente, os dados expressam uma efetiva redução no número de membros com funções executivas. Mantendo-se a significância do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov, também neste caso se rejeita a hipótese de normalidade da distribuição da variável. Os valores ausentes são reduzidos e, a partir de 2009, inexistentes.

Caracterizadas as variáveis independentes referentes ao conselho de administração, a análise recai agora nas variáveis de caracterização do CEO (Anexo 2, Quadro 6). A percentagem de empresas com alinhamento da remuneração do CEO aos interesses dos acionistas cresceu de 23%, em 2002, para 41%, em 2007, mantendo-se relativamente constante a partir deste ano. A variável não apresenta valores ausentes. A dualidade ou concentração de funções entre o CEO e o presidente do conselho de administração está presente entre 12% a 16% das empresas da amostra, com algumas variações no período em análise, registando-se os valores mais elevados no início e no final do período. Não há valores ausentes nesta variável. A presidência do conselho de administração é assumida por antigos CEOs em 7% a 12% das empresas, sendo que os anos com maiores percentagens ocorrem sensivelmente a meio do período em análise. Não se registam valores ausentes para esta variável.

A análise centrada nos mecanismos com implicações no sucesso de aquisições (*takeovers*) (Anexo 2, Quadro 7) revela que, relativamente ao mandato dos membros do conselho de administração, no início e no final do período em análise, predomina a eleição individual dos administradores, com o máximo de 74%, em 2002, e o mínimo de 36%, em 2009. Quando tal acontece, cada administrador é eleito individualmente para um determinado período, cujo início e fim pode diferir dos restantes administradores, por

oposição a mandatos coletivos com início e final coincidente. No período compreendido entre 2007 e 2010 (inclusive) esta percentagem foi idêntica ou inferior a 40%, mas nos restantes anos foi igual ou superior a 50%. Não existem valores ausentes para qualquer dos anos em análise. A adoção de práticas favoráveis à realização de aquisições (*takeovers*) está presente numa minoria de empresas, cuja percentagem no total de empresas é cerca de 4% até 2007 e sobe para 8% em 2013. Não existem valores ausentes. A igualdade de votos entre os diversos acionistas registou uma evolução, ao longo do período, de 41%, em 2002, para 87% das empresas que constituem a amostra, em 2013. Não existem valores ausentes.

Outra área que assume particular interesse, na medida em que pode influenciar a relação entre a propriedade e a gestão da empresa, centra-se na concentração acionista (Anexo 2, Quadro 8). A concentração acionista, medida pela percentagem de ações detida pelo maior acionista, revela variação ao longo dos anos. Nos primeiros anos, embora se registem muitos valores ausentes, a concentração é maior com o maior acionista a deter mais de 25% das ações da empresa. Segue-se uma redução da concentração, até ao mínimo de 11,03% alcançado em 2006, seguindo-se nova subida e, por fim, uma tendência para estabilização entre 12% e 13%. O teste de Kolmogorov-Smirnov, verifica que se rejeita a hipótese de normalidade da distribuição ($p = 0,000$). No início do período, quando se regista maior concentração acionista, o número de valores ausentes supera os 50%, caindo, a partir de 2004, abaixo dos 10%. A concentração acionista acumulada das participações acionistas acima de 5% proporciona uma visão mais abrangente. No início do período esta variável situa-se na vizinhança dos 30%, seguindo-se uma quebra nos anos 2004, 2005 e 2006, estabilizando na vizinhança de 20%, a partir de 2007. A variável não apresenta uma distribuição normal e, nos primeiros anos, existe um número elevado de valores ausentes que se reduzem e, no fim do período, estão abaixo dos 10% em linha com a variável anterior. O número de acionistas com mais de 5% das ações de cada empresa oscila, em média, entre 0,71 alcançado em 2005 e 1,98 alcançado em 2008, verificando-se que não há um número substancial de acionistas a disputar o controlo das empresas da amostra. Rejeita-se a hipótese de normalidade da distribuição e constata-se a incidência de elevados valores ausentes nos primeiros anos em análise.

Analisa-se, de seguida, a dimensão, setor de atividade e país de localização da sede das empresas consideradas na amostra (Anexo 2, Quadro 9). A dimensão das empresas, obtida através do logaritmo natural do ativo total das empresas que constituem a amostra, revela pouca oscilação ao longo do período em análise. O ativo total revela que a dimensão média das empresas na amostra oscila entre 9.992 milhões de euros (2004) e 14.376 milhões de euros (2002). No último ano em análise a dimensão média é de 13.397 milhões de euros. O elevado desvio-padrão está em linha com a amplitude na dimensão das empresas. A dimensão das empresas assume, no ano 2003, uma distribuição normal mas, nos restantes anos, mantém-se a rejeição da hipótese nula de distribuição normal. Os valores ausentes são reduzidos.

A distribuição setorial das empresas que constituem a amostra revela um predomínio dos bens e serviços industriais que representam, ao longo do período em análise, uma percentagem de cerca de 20%. O setor da comunicação social assumia, no ano 2002, a

segunda posição em termos do número de empresas, seguido proximamente do retalho, dos bens pessoais e domésticos e da construção e materiais. No final do período, o setor do petróleo e gás assume a segunda posição, seguindo-se o setor imobiliário, o retalho e os cuidados de saúde com idênticas percentagens (6%). Não se verificam valores ausentes.

No que se refere ao país onde está sediada cada uma das empresas da amostra é notório o predomínio de empresas sediadas na Grã-Bretanha, seguindo-se a França e a Alemanha. O acréscimo na amostra entre 2003 e 2004 é, em parte, devido ao reforço das empresas provenientes da Grã-Bretanha que, por decorrência, passam de 24,3% para 38,3% (note-se que, simultaneamente, conforme evidenciado na análise ao quadro 8 do anexo 2, este ajustamento tem correspondência na dimensão média da maior participação acionista e também coincide com implicações em termos da dimensão, entre outras). Ao longo do período em análise são introduzidas na amostra empresas de países que não estavam representados no início do período, nomeadamente da República Checa, da Hungria, da Polónia e da Turquia, totalizando 20 países²⁰⁷. Não existem valores ausentes para esta variável.

Por fim, apresentam-se as estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes relativos às variáveis de interesse rendibilidade do capital próprio, rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico e risco total²⁰⁸ (Quadro 1).

Quadro 1 – Estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis de interesse (roe, mbr e rTotal)

O quadro apresenta, para cada um dos anos (identificados em colunas), as estatísticas descritivas (média e desvio-padrão), significância do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov (o cálculo deste teste, efetuado com recurso ao programa SPSS, incorpora a correção de Lilliefors referente à utilização de estimativas amostrais em vez dos verdadeiros parâmetros populacionais, conforme salientado por Maroco (2003) e Pestana e Gageiro (2008)), o número de observações e a contagem de valores ausentes para as variáveis de interesse, nomeadamente: roe – rendibilidade do capital próprio (recorreu-se à variável disponibilizada pela plataforma Datastream, calculada da seguinte forma: (resultado líquido - interesses minoritários - responsabilidades associadas a dividendos preferenciais) / média do capital próprio (ordinário) do ano anterior e do ano atual * 100), mbr – rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico (correspondente ao produto entre o número de ações ordinárias e a sua cotação sobre o valor contabilístico do capital próprio (ordinário), sendo o valor de mercado ajustado caso existam várias classes de ações) e o rTotal – risco total (desvio-padrão da rendibilidade das ações ao longo do ano calculada como o logaritmo natural da cotação nos dias n e $n-1$). Os dados, abarcando o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos. Os cálculos foram realizados para cada variável (caso contrário a análise cingir-se-ia apenas aos casos sem qualquer valor ausente), com recurso ao programa SPSS, procedendo à divisão da amostra em grupos de acordo com o ano. O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643.

Variável / Estatísticas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
roe												
Média	8,26	9,50	18,67	24,25	25,46	30,89	20,29	17,99	36,17	19,45	11,41	9,54

²⁰⁷ Van Essen *et al.* (2013) recolheram dados de empresas de 26 países europeus e demonstram a existência de diferenças assinaláveis na governação das sociedades nos diferentes países, por exemplo, ao nível da concentração acionista, estrutura e composição do conselho de administração e na utilização de remuneração dependente do desempenho.

²⁰⁸ As variáveis de interesse são, adicionalmente, a rendibilidade do ativo, rácio q de Tobin, risco sistémico e risco idiosincrático. Por brevidade na exposição, estas variáveis são tratadas apenas no capítulo 5.

Desvio-Padrão	53,70	47,80	77,15	70,22	29,03	75,54	63,14	92,63	281,9	80,45	62,11	72,23
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	291	303	480	581	596	649	687	728	768	810	826	797
N (ausente)	7	6	8	11	8	8	10	11	13	12	15	18
mbr												
Média	2,22	2,45	3,15	-0,67	5,90	4,34	1,47	2,95	2,81	2,45	2,71	3,82
Desvio-Padrão	3,75	6,45	17,68	87,87	44,46	13,25	16,26	17,43	9,52	4,77	8,02	26,69
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	293	305	479	585	598	651	691	733	774	815	835	810
N (ausente)	5	4	9	7	6	6	6	6	7	7	6	5
rTotal												
Média	0,03	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Desvio-Padrão	0,01	0,01	0,01	0,00	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	290	302	475	575	592	643	681	721	764	804	822	791
N (ausente)	8	7	13	17	12	14	16	18	17	18	19	24

A análise da evolução da rentabilidade do capital próprio (roe), no período de 2002 a 2013, abarca a recente crise financeira internacional (2008/09). Os resultados apurados revelam uma acentuada quebra nesta variável de 2007 para 2008 e 2009. Segue-se, em 2010, um acentuado crescimento do valor médio da variável, acompanhado por um aumento também acentuado no desvio-padrão, o que denota uma assimetria considerável entre as empresas que constituem a amostra. Segue-se nova quebra nos anos subsequentes, terminando o período com taxas de rentabilidade do capital próprio inferiores ao auge da crise, o que se pode também interpretar como o alastramento da crise, inicialmente mais centrada no setor financeiro, aos restantes setores da economia. Realizado o teste de normalidade da variável, rejeita-se a respetiva hipótese nula. Ao longo do período em análise verifica-se a existência de valores ausentes em reduzida dimensão sendo, em 2013, cerca de 2%.

O rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico revela uma situação extrema ocorrida no ano 2005 que se reflete tanto na média como no desvio-padrão. Efetivamente, este foi um ano em que várias empresas apresentaram valores contabilísticos negativos, o que é uma situação anormal. Neste particular, analisando a mediana para os anos 2004 (2,23), 2005 (2,69) e 2006 (2,96), entende-se que neste período, exceção feita a um conjunto de empresas, a trajetória é de crescimento deste indicador. A partir de 2007, em linha com a crise financeira internacional, assiste-se a um recuo que, no final do período, parece inverter-se, apesar de não ser generalizado (como decorre da análise do desvio-padrão). Rejeita-se a hipótese de normalidade da variável. Os valores ausentes têm reduzida expressão, não ultrapassando no período os 2% com tendência decrescente (0,6% em 2013).

Por fim, o risco total apresenta alguma oscilação ao longo do período em análise, salientando-se a subida por ocasião da crise financeira internacional. Os resultados do teste de Kolmogorov-Smirnov levam à rejeição da hipótese de normalidade da variável. Os valores ausentes no período compreendido entre 2002 e 2013 não ultrapassam 3% da amostra.

4.4.3- Valores ausentes

A análise à base de dados permitiu detetar a presença de valores ausentes (*missing values* ou *missing data*), conforme reportado na secção prévia. Hair *et al.* (2010) referem que se está na presença de um valor ausente quando, para determinado indivíduo ou caso para o qual está disponível informação há também informação que não está disponível. Pestana e Gageiro (2008), que designam os valores ausentes como “não respostas”, salientam que podem decorrer de erros na introdução dos dados ou na sua recolha, mas não descartam que podem ser intrínsecos à realidade observada. No quadro de realização de questionários, tal pode ocorrer quando um respondente salta alguma ou várias questões mas, neste caso, decorrerá de falta ou dificuldade na interpretação da informação nos relatórios das empresas ou falha do operador no registo dessa informação. Considerando o perfil da base de dados Asset4 e a forma como é operacionalizada, os valores ausentes, na sua maioria, deverão decorrer de dificuldades na obtenção da informação em documentos públicos pois, conforme realçado, não existe qualquer padronização globalmente aceite sobre a forma de reporte da informação com enfoque nas áreas abarcadas pelo Asset4. De acordo com Cameron e Trivedi (2010)²⁰⁹, a prática habitual seria remover as observações com valores ausentes²¹⁰, mas tal repercute-se negativamente na precisão das estimativas, para além de enviesamentos na amostra.

Neste quadro, numa primeira fase, para cada empresa com base no seu histórico, procurou-se identificar se seria possível corrigir os valores ausentes (por exemplo, se numa série de anos para a mesma empresa falta um valor, sendo os valores nos restantes anos sempre iguais, assumiu-se diretamente que era uma falha na inserção e que se poderia substituir o valor ausente pelo valor assumido nos restantes anos, o que também é suportado pela estabilidade nos mecanismos de governação ao longo do tempo). No entanto, persistem valores ausentes o que, em determinadas condições, pode corresponder a uma redução substancial no número de observações analisadas (Quadros 2 e 3). Adicionalmente, a presença de dados ausentes, caso não sejam aleatórios, pode introduzir enviesamentos cuja extensão só é possível conhecer se forem detalhadamente

²⁰⁹ Baltagi (2013, p. 208) sugere que se proceda à imputação de valores para eliminar os valores em falta ou “descartar os não respondentes e ponderar os respondentes para compensar a perda de casos”. Nesta linha, por exemplo, Koufteros *et al.* (2014), optam por substituir os valores ausentes pela média. Neste caso, no entanto, optou-se por não proceder à imputação de valores, descartando-se as observações que apresentem valores ausentes.

²¹⁰ De acordo com Hair *et al.* (2010), se se concluir que a extensão dos valores ausentes é suficientemente baixa (consideram que valores ausentes abaixo de 10% podem ser ignorados, exceto se não forem aleatórios), pode ser aplicado qualquer dos procedimentos existentes para solucionar o problema (podendo ser testadas diferentes alternativas para aferir o impacto). Mas, se não for suficientemente baixa, terá que se determinar se é aleatória antes de se adotar uma solução. Se não for suficientemente baixa, poderá alcançar-se esse nível através da eliminação de casos e/ou variáveis. Estes autores acrescentam ainda que variáveis ou casos com mais de 50% de valores ausentes devem ser excluídos. Por fim, quando os valores ausentes se referem a variáveis dependentes, recomendam que os casos ou as variáveis sejam excluídos para evitar um aumento artificial das relações com as variáveis independentes (sendo recomendável, sempre que se opta pela exclusão, comparar a análise antes e depois para identificar as implicações associadas).

identificados e “remediados” (Hair *et al.*, 2010), razão pela qual se decidiu proceder a análise pormenorizada dos valores ausentes.

Quadro 2 – Distribuição de valores ausentes por variável (acumulado para o período 2002-2013)

O quadro identifica, para cada uma das variáveis utilizadas, a respetiva sigla e descritivo sintético. Adicionalmente apresentam-se a contagem dos valores ausentes totais (todos os anos em análise) e a respetiva percentagem relativamente ao número total de pares empresa/ano em análise. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos com complemento da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643. A contagem do número de valores ausentes e percentagens foram apuradas com recurso ao comando “mdesc” no programa Stata.

Variável	Descritivo	Número de Valores Ausentes	Percentagem de Valores Ausentes
dimCA	Número de membros do conselho de administração (2002 a 2013)	0	0,00%
pInd	Percentagem de membros independentes no conselho de administração	811	10,61%
pMul	Percentagem de mulheres no conselho de administração	0	0,00%
antCA	Antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração	871	11,40%
compCA	Percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais	1.070	14,00%
nReun	Número de reuniões do conselho de administração durante o ano	450	5,89%
cAud	Existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria	0	0,00%
cNom	Existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações	62	0,81%
cRem	Existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações	0	0,00%
mExt	Número médio de participações noutros conselhos de administração	287	3,76%
pExec	Percentagem de membros executivos do conselho de administração	107	1,40%
remCEO	Alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO	0	0,00%
dual	O presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO	0	0,00%
antCEO	O presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO	0	0,00%
reelInd	Mandatos distintos no conselho de administração	0	0,00%
favTak	Política não limitadora de takeovers	0	0,00%
igVoto	Igualdade nos direitos de voto	0	0,00%
mAcc	Percentagem detida pelo maior acionista	1.156	15,12%
sAcc5	Somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%	1.156	15,12%
cAcc5	Número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%	1.156	15,12 %
dim	Dimensão da empresa	33	0,43 %
setor	Setor de atividade	0	0,00 %
pais	País onde a empresa está sediada	0	0,00 %
roe	Rendibilidade do capital próprio	127	1,66 %
mbr	Rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico	74	0,97 %
roa	Rendibilidade do ativo	166	1,89 %
q	Rácio q de Tobin	82	0,94 %
rTotal	Risco total	183	2,39 %
rSis	Risco sistemático	175	2,00 %
rIdio	Risco idiossincrático	175	2,00 %

Quadro 3 – Frequências de valores ausentes por observação (acumulado para o período 2002-2013)

O quadro identifica, complementarmente à informação apresentada no quadro 2, a frequência, percentagem e percentagem acumulada de pares empresa/ano por número de valores ausentes (num intervalo de 0, ou seja, nenhum valor ausente, a 10 valores ausentes) para o total das variáveis em análise. A título de exemplo, foram identificados 371 pares empresa/ano com informação ausente relativamente a 4 variáveis consideradas no estudo. Esses 371 pares empresa/ano correspondem a 4,85% do total de 7.643 pares empresa/ano e 94,86% dos pares empresa/ano apresentam 4 ou menos valores ausentes. Os cálculos foram efetuados com recurso ao programa Stata, tendo sido criada uma nova variável para registar o número de valores ausentes por observação [egen obsmiss = rowmiss(dimCA pInd pMul antCA compCA nReun cAud cNom cRem mExt pExec remCEO dual antCEO reelInd favTak igVoto mAcc sAcc5 cAcc5 dim setor pais roe mbr rTotal)] e, de seguida, obtida a respetiva tabela de frequências.

Número de Valores Ausentes	Frequência	Porcentagem	Porcentagem Acumulada
0	4.645	60,77 %	60,77 %
1	1.204	15,75 %	76,53 %
2	438	5,73 %	82,26 %
3	592	7,75 %	90,00 %
4	371	4,85 %	94,86 %
5	241	3,15 %	98,01 %
6	96	1,26 %	99,27 %
7	34	0,44 %	99,71 %
8	15	0,20 %	99,91 %
9	6	0,08 %	99,99 %
10	1	0,01 %	100 %

No que se refere à incidência de valores ausentes por variável (Quadro 2), salienta-se o caso das variáveis relacionadas com a concentração acionista (mAcc sAcc5 cAcc5) e que decorre da falta na base de dados Amadeus da informação para todas as empresas identificadas na base de dados Asset4. Segue-se a variável compCA, a variável antCA e, também acima dos 10%, a variável pInd. Centrando a análise no número de valores ausentes por observação (Quadro 3), realça-se que em 90% das observações estão em falta 3 ou menos valores. Esta situação acresce à reportada previamente acerca do número crescente de empresas que está disponível no suplemento Asset4 mas que não são acompanhadas de informação sobre os anos prévios. Pestana e Gageiro (2008, p. 49) referem que nas situações em que “as não respostas atingem 20% dos dados ou valor superior, deverão ser analisadas com cuidado, pois se não tiverem um comportamento aleatório irão enviesar os resultados do questionário, podendo caracterizar o segmento da população que se recusou responder”.

Por fim, estudou-se também a incidência dos valores ausentes por ano. Desta forma, é possível saber se este é um problema relacionado com determinado período temporal ou, pelo contrário, se trata de um fenómeno transversal a todo o período analisado (Quadro 4).

Quadro 4 – Percentagem de valores ausentes por ano

O quadro identifica, complementarmente à informação apresentada nos quadro 2 e 3, a percentagem de empresas por número de valores ausentes (num intervalo de 0, ou seja, nenhum valor ausente, a 10 valores ausentes) para o total das variáveis em análise em cada um dos anos em análise (apresentados em coluna). A última linha do quadro identifica o número de observações (empresas) por ano, totalizando 7.643 pares empresa/ano.

Número de Valores Ausentes	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
0	4,4	8,4	21,1	37,2	63,1	71,1	71,7	74,6	73,0	73,6	73,6	72,4
1	10,4	15,5	26,2	34,1	19,9	12,5	12,9	11,4	11,9	13,0	13,4	13,0
2	6,7	5,5	9,4	12,0	5,5	6,2	5,7	4,2	5,1	4,3	3,4	4,3
3	12,8	21,7	16,4	10,1	8,4	6,2	6,0	5,7	5,6	5,0	5,1	5,3
4	24,8	22,7	12,9	3,5	1,5	2,3	1,9	2,2	2,4	2,2	2,9	3,6
5	22,8	14,9	8,0	1,5	1,0	0,9	1,3	1,8	1,5	1,6	1,2	1,2
6	11,1	8,1	4,3	0,7	0,5	0,5	0,1	0,0	0,3	0,2	0,2	0,0
7	5,4	1,9	0,6	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0	0,1
8	1,0	0,6	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0
9	0,7	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
10	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
n	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815

Os dados apresentados, referentes à percentagem de empresas com valores ausentes para as diferentes categorias (contagens) de valores ausentes, revelam um progresso muito relevante na qualidade da informação disponível junto das bases de dados utilizadas para este estudo. Efetivamente, com referência ao início do período, regista-se alguma dificuldade na obtenção de todos os dados selecionados para análise mas, especialmente a partir de 2007, em mais de 70% das empresas que constituem a amostra não se verifica a presença de qualquer valor ausente.

Se os valores ausentes forem aleatórios, conforme Hair *et al.* (2010) salientam, podem assumir dois tipos, a ausência aleatória (*missing at random*, MAR) e a ausência completamente aleatória (*missing completely at random*, MCAR). Referem que a ausência aleatória implica que os resultados não são generalizáveis à população, sendo especialmente importante quando temos subgrupos (e é aleatório em cada subgrupo) mas a percentagem de valores ausentes é diferente em cada subgrupo. Li (2013, p. 795) refere que a ausência aleatória assume que a ausência de valores “pode depender dos dados observados mas é independente dos dados não observados”, o que implica que não é possível realizar um teste formal à aleatoriedade dos valores ausentes porque tal requereria informação não disponível acerca dos valores ausentes. Em termos formais, conforme Hair *et al.* (2010, p. 35), quando estamos perante valores ausentes aleatórios, “os dados observados para Y são uma amostra verdadeiramente aleatória para os valores de X, mas não uma amostra aleatória para todos os valores de Y devido aos valores ausentes de X”, ou seja, os valores ausentes de Y dependem de X mas não dependem de Y.

Por seu lado, a ausência completamente aleatória, ainda de acordo com Hair *et al.* (2010, p. 35), implica que as observações com valores ausentes não se distinguem das observações completas, ou seja, não se origina qualquer enviesamento nos resultados, o que em termos formais corresponde a uma situação em que “os valores ausentes de Y não dependem de X”. Conforme refere Li (2013, p. 795), a ausência completamente aleatória parte do pressuposto que a ausência de dados não depende “dos dados observados e não observados, o que é mais forte do que a MAR e possível testar apenas com os dados observados”, ou seja, a ausência de dados deve ser totalmente independente de qualquer das variáveis observadas, o que torna possível a realização de um teste formal para verificar se os valores ausentes são completamente aleatórios (Li, 2013), designado teste de Little para a ausência de valores completamente aleatória.

O programa SPSS²¹¹ dispõe uma ferramenta específica para “análise de valor ausente” o que permite efetuar o teste de Little. De forma equivalente, também é possível efetuar idêntico teste recorrendo ao programa Stata²¹². Li (2013) aborda a aplicação do comando que desenvolveu para realização do teste no Stata. O teste baseia-se na implementação de um teste χ^2 à existência de “diferenças significativas entre as médias de diferentes padrões de valor ausente” em que a hipótese nula é “não existem diferenças entre as médias de diferentes padrões de valor ausente” (Li, 2013, pp. 795-796). Li (2013) realçam que a

²¹¹ Foi utilizada a versão 22.

²¹² Foi utilizada a versão 14.

inferência de maior verosimilhança apenas exige que se verifiquem os pressupostos de MAR, mas reconhecem o interesse em verificar os pressupostos de MCAR para poder analisar apenas os dados completos e minimizar os problemas decorrentes da sensibilidade da estimação de máxima verosimilhança. O teste de Little²¹³ é aplicável mesmo quando não se verifica a normalidade dos dados, mas não é apropriado para variáveis categóricas (Quadro 5).

Quadro 5 – Resultado do teste de Little para a ausência de valores completamente aleatória

No âmbito das implicações associadas à existência de valores ausentes, este quadro apresenta o resultado do teste de Little (distância qui-quadrado, graus de liberdade e probabilidade) para a ausência de valores completamente aleatória. O teste de Little baseia-se na hipótese nula de não existência de diferenças “entre as médias de diferentes padrões de valor ausente” (Li, 2013, pp. 795-796). Recorrendo ao programa Stata executou-se o comando `mcartest dimCA pInd pMul antCA compCA nReun cAud cNom cRem mExt pExec remCEO dual antCEO reelInd favTak igVoto mAcc sAcc5 cAcc5 dim roe mbr rTotal`, ou seja, não foram incluídas as variáveis setor e país por estarem registadas como texto. Número de observações (pares empresa/ano) = 7.643.

Distância Qui-Quadrado	11.788,80
Graus de liberdade	3.069
Prob > Qui-Quadrado	0,000

O resultado do teste ($p = 0,000$) aponta para que os valores ausentes não são completamente aleatórios. Complementarmente, foi realizada a mesma análise no SPSS e repetida para cada um dos anos em análise (para compensar eventuais questões referentes à utilização deste teste em dados em painel). Os resultados, embora não reportados aqui, também corroboram que os valores ausentes não são completamente aleatórios. Foi também repetida a análise excluindo as variáveis com percentagem de valores ausentes acima de 10%, mantendo-se o resultado do teste de Little. Adicionalmente, foi repetida a análise para cada um dos anos representados na amostra e exclusão das variáveis com percentagem de valores ausentes superior a 10% (Quadro 6).

Quadro 6 – Resultado do teste de Little para a ausência de valores completamente aleatória, por ano, excluindo variáveis com percentagem de valores ausentes superior a 10%

O quadro identifica o resultado do teste de Little (qui-quadrado, graus de liberdade e significância) para a ausência de valores completamente aleatória, por ano, excluindo variáveis com percentagem de valores ausentes superior a 10%. O teste de Little baseia-se na hipótese nula de não existência de diferenças “entre as médias de diferentes padrões de valor ausente” (Li, 2013, pp. 795-796). Recorrendo ao programa SPSS foi realizado o teste de Little para as variáveis cuja percentagem de valores ausentes seja inferior a 10%, ou seja, `dimCA pMul nReun cAud cNom cRem mExt pExec remCEO dual antCEO reelInd favTak igVoto dim roe mbr rTotal`. Os resultados foram obtidos para cada um dos anos em análise (2002 a 2013), apresentados em linha. Número de observações (pares empresa/ano) = 7.643.

Ano	Teste de Little		
	Qui-Quadrado	Graus de Liberdade	Significância
2002	317,108	326	0,628
2003	367,269	269	0,000
2004	534,734	315	0,000
2005	469,267	352	0,000
2006	340,323	240	0,000
2007	332,047	211	0,000

²¹³ Li e Yu (2015) salientam que o teste de Little pode não funcionar bem em pequenas ou médias amostras (o que não é o caso) e que foi desenvolvido num pressuposto de normalidade (que nem sempre se verifica), pelo que recomendam a realização de testes não paramétricos.

Ano	Teste de Little		
	Qui-Quadrado	Graus de Liberdade	Significância
2008	350,036	179	0,000
2009	309,911	161	0,000
2010	317,592	175	0,000
2011	346,502	159	0,000
2012	299,868	159	0,000
2013	384,522	177	0,000

Com exceção para o ano 2002, os resultados apurados estão em linha com a análise já antes realizada para todas as observações e indiciam que não são apenas as variáveis com percentagem de valores ausentes acima de 10% que justificam que os valores ausentes globalmente não possam ser considerados completamente aleatórios. Esta evidência suscita a necessidade de aprofundar a análise para compreender as características dos dados que conduzem a que os valores ausentes não possam ser considerados completamente aleatórios.

Para estudar as características dos valores ausentes foram criadas novas variáveis dicotómicas que assumem o valor 1 na presença de valor ausente e 0 caso se verifique o contrário. As variáveis foram criadas no Stata com recurso ao comando “egen var_miss = rowmiss(var)” em que “var” representa o nome da variável com valores ausentes. O que se pretende é verificar, a partir das variáveis sem ou com poucos valores ausentes, se a existência de valores ausentes assume algum padrão (por exemplo, existir maior prevalência de valores ausentes quando o conselho de administração tem determinada dimensão).

Maroco (2003) realça que a realização de testes paramétricos exige a verificação simultânea de duas condições: 1) a normalidade da distribuição da variável de interesse e 2) homogeneidade das variâncias populacionais, recorrendo-se aos testes de Kolmogorov-Smirnov (normalidade) e Levene (variâncias populacionais). Os testes realizados previamente para as variáveis em estudo levaram, na generalidade, à rejeição da hipótese das variáveis seguirem uma distribuição normal, justificando assim a utilização de testes não paramétricos. No entanto, ainda de acordo com Maroco (2003, p. 169), “para amostras grandes, os testes paramétricos, nomeadamente a ANOVA e o t de student, são bastante robustos mesmo quando a distribuição da variável sob estudo não é do tipo normal”. Assim, recorre-se ao teste t de student para estudar o perfil dos valores ausentes com o propósito de identificar a variável ou variáveis que melhor possa(m) refletir as diferenças entre as empresas com valores ausentes e sem valores ausentes.

Em síntese, com referência à aleatoriedade dos valores ausentes, a análise detalhada realizada com enfoque em cada variável permite concluir o seguinte (Anexo 3):

- A dimensão do conselho de administração é a variável que mais vezes se diferencia de forma estatisticamente significativa quando são analisadas as empresas com valores ausentes comparativamente às que não apresentam valores ausentes²¹⁴.

²¹⁴ Tratando-se de um painel não equilibrado, de acordo com Cameron e Trivedi (2010), a consistência dos estimadores requer que os valores ausentes sejam aleatórios e não sistemáticos.

Tal acontece especificamente com a independência dos administradores, a antiguidade dos administradores e o número de reuniões do conselho de administração;

- A percentagem de administradoras e o ativo total não apresentam contributos sistemáticos para compreender a presença de valores ausentes. No entanto, o ativo total revela-se relevante no caso do número de reuniões do conselho de administração e na participação noutros conselhos de administração;
- Em geral, as variáveis roe, mbr e rTotal assumem comportamentos similares quando é feita diferenciação entre empresas com e sem valores ausentes e, normalmente, não revelam diferenças estatisticamente significativas;
- Algumas especificidades dos países onde estão sedeadas as empresas têm implicações na incidência de valores ausentes. Tal é, por exemplo, o caso dos valores ausentes sobre a independência dos administradores e a sua concentração na Alemanha e na Suíça, conhecendo-se particularmente as diferenças ao nível da organização dos conselhos de administração das empresas alemãs;
- A localização da sede das empresas é, de forma sistemática, mais relevante que o setor de atividade para identificar padrões de valores ausentes;
- A presença de valores ausentes de concentração acionista, que apresenta particular relevo para a análise, não se associa a diferenças estatisticamente significativas com nenhuma das variáveis analisadas, mas tem uma interligação com o setor dos serviços financeiros e com empresas sedeadas na Grã-Bretanha.

4.4.4- Constituição da amostra face ao universo de empresas

Não tendo sido possível recolher diretamente no Asset4 (ou nas suas publicações) informação que caracterize detalhadamente o perfil da amostra face ao universo de empresas cotadas nos países considerados, descreve-se a amostra com o propósito de verificar em que medida a esta acompanha o universo de empresas cotadas em bolsa. Consideram-se apenas as empresas com informação completa, ou seja, sem valores ausentes (pois serão estas as que efetivamente serão analisadas), tomando em consideração a discussão na subsecção anterior.

Ribando e Bonne (2010), relativamente ao Asset4, referem que as empresas abrangidas [neste caso, no início de 2010], inclui as empresas dos índices FTSE 250, MSCI Europe, MSCI World Index, Russell 1000 e S&P 500 e reconhecem que tem vindo a ser alargado, salientando que a cobertura se inicia no ano 2002. O índice FTSE 250 é um índice constituído por 250 das empresas cotadas na London Stock Exchange²¹⁵ (as 100 maiores correspondem ao índice FTSE 100 e as 250 seguintes constituem o FTSE 250). O índice MSCI Europe reúne empresas de 15 países europeus que, no seu conjunto, cerca de 85% da capitalização bolsista no que consideram ser os mercados europeus desenvolvidos²¹⁶. De forma idêntica, o MSCI World Index também captura cerca de 85% da capitalização

²¹⁵ Fonte: <http://www.ftse.com/products/indices/uk> consultado a 4 de Agosto de 2016

²¹⁶ Fonte: https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-europe-index.pdf consultado a 4 de Agosto de 2016

bolsista, neste caso, com referência a 23 países, nomeadamente: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Espanha, Estados Unidos da América, Finlândia, França, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Nova Zelândia, Noruega, Portugal, Reino Unido, Singapura, Suécia e Suíça²¹⁷. O índice Russell 1000 refere-se às 1.000 maiores empresas cotadas no mercado dos EUA²¹⁸. Por fim, o S&P 500 refere-se também a empresas dos EUA²¹⁹. Ribando e Bonne (2010) salientam ainda que a cobertura do Asset4 tende a centrar-se nas empresas de maior dimensão em cada região pois estas empresas têm os recursos e a abertura para publicar os documentos (relatórios de responsabilidade social e outros) que alimentam a construção da base de dados. Esta é uma potencial fonte de enviesamento, na medida em que as empresas com problemas podem estar menos disponíveis a providenciar a informação que permita a sua análise²²⁰. O Asset4 começou por estar essencialmente concentrada nas empresas dos países mais desenvolvidos e, gradualmente, tem vindo a alargar a cobertura.

Para a análise das empresas que constituem a amostra relativamente ao universo de empresas, optou-se pelo ativo por ser mais estável que a capitalização bolsista e porque, geralmente, também é uma das variáveis mais frequentemente escolhida para refletir a dimensão das empresas nos trabalhos de natureza científica. Excluiu-se da análise o setor bancário e o setor segurador, em linha com as limitações referidas previamente a propósito do acesso aos dados sobre a concentração acionista e as recomendações de vários autores (e.g., Nakano e Nguyen, 2012²²¹) dadas as distintas características em termos de desempenho e risco. McNulty *et al.* (2013) tiveram idêntico cuidado ao testar um conjunto de variáveis da sua amostra com idênticas variáveis do universo (250 empresas na amostra das 1.000 maiores inicialmente almejadas). McNulty *et al.* (2013) foram mais pormenorizados na análise ao recorrer a um processo em dois passos para testar o impacto deste enviesamento na seleção da amostra.

A quantificação das empresas por país e por setor está representados no anexo 2 – quadros 10 e 11. Para o efeito, estando disponível um código específico para reunir todas as empresas Europeias, foram incluídos os 20 países que são anunciados como referência para o Asset4. A Datastream disponibiliza informação sobre empresas sedeadas num conjunto mais alargado de países incluindo, para além dos 20 que são cobertos pelo Asset4, a Bósnia-Herzegovina, Bulgária, Croácia, Chipre, Estónia, Islândia, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Macedónia, Malta, Montenegro, Rússia, Sérvia, Eslováquia, Eslovénia e Ucrânia. Para identificação das empresas recorreu-se à ferramenta de pesquisa da Datastream selecionando os títulos cotados em bolsa em cada um dos 20

²¹⁷ Fonte: https://www.msci.com/resources/factsheets/index_fact_sheet/msci-world-index.pdf consultado a 4 de Agosto de 2016

²¹⁸ Fonte: http://www.investopedia.com/terms/r/russell_1000index.asp consultado a 4 de Agosto de 2016

²¹⁹ Fonte: <http://www.investopedia.com/terms/s/sp500.asp> consultado a 4 de Agosto de 2016

²²⁰ De qualquer das formas, esse problema estaria também presente caso se tivesse optado por outra abordagem, nomeadamente a realização de questionários ou análise direta dos relatórios e contas e outras fontes de informação.

²²¹ Nakano e Nguyen (2012) estendem a exclusão a empresas dedicadas à corretagem e gestão de ativos.

países considerados pelo Asset4. Dentro de cada país, restringiu-se a seleção aos títulos cotados no mercado doméstico (exceção para a Irlanda em que foram também considerados os títulos cotados na bolsa de Londres). Como há empresas que têm diferentes títulos cotados, de seguida procedeu-se à eliminação de empresas repetidas. No caso do Reino Unido, pela limitação específica da ferramenta de pesquisa que só permite selecionar até cerca de 4.000 títulos (a abordagem seguida para outros países, no caso do Reino Unido, produzia uma listagem de 8.256 títulos incluindo títulos que deixaram de ser cotados e, por esse motivo, seriam removidos da base de dados), recorreu-se a um código específico para a totalidade das empresas britânicas (WSCOPEUK, correspondente a 5.421 títulos retirados ano a ano pois a utilização deste código não é compatível com extração de dados em série temporal) que, no essencial, se aproxima do retorno que se obteria caso não existisse a limitação referida. Esta seleção inclui fundos de investimentos (*investment trusts*), empresas sediadas noutros países e empresas cotadas noutras bolsas²²². O impacto desta situação é limitado pela remoção de empresas duplicadas e pela obtenção de uma listagem específica de fundos de investimento que permite expurgar da base de dados estes títulos. Apesar das dificuldades, analisados todos os códigos que permitem aceder aos dados das empresas cotadas sediadas no Reino Unido, escolheu-se o mais completo.

Realizado o trabalho de exclusão de títulos que não estão ativos no período analisado, de empresas duplicadas e, no caso do Reino Unido, removendo empresas não sediadas no país e feita a correção dos fundos de investimento, seguiu-se a exclusão de empresas dos setores bancário e segurador. Assim, no período 2002-2013 identificam-se 10.746 empresas cotadas sediadas nos diferentes países considerados na amostra (Anexo 2, Quadro 10). Com referência ao setor de atividade, salienta-se o universo de empresas cotadas e a amostra utilizada no presente trabalho (Anexo 2, Quadro 11). Por fim, em termos globais, valoriza-se a representatividade da amostra em termos da percentagem de empresas e percentagem do ativo que estão representados, sem valores ausentes (Quadro 7).

Quadro 7 – Representatividade da amostra de acordo com o número de empresas e ativo

O quadro apresenta informação referente à representatividade da amostra, por ano, de acordo com o número e ativo das empresas Europeias cotadas em bolsa. O total de empresas refere-se ao número total de empresas Europeias cotadas em bolsa e ao valor acumulado do seu ativo. A amostra refere-se, por ano, ao número e valor acumulado do ativo das empresas incluídas na amostra. A percentagem refere-se, por ano, à percentagem de empresas incluídas na amostra face ao total das empresas Europeias cotadas em bolsa e à percentagem do valor acumulado do ativo das empresas incluídas na amostra face ao valor acumulado do ativo das empresas Europeias cotadas em bolsa. Os valores do ativo, neste caso, são expressos em milhares de milhões de euros.

Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Total empresas												
Número total	6.307	6.838	7.066	7.483	7.565	7.514	7.250	6.980	6.831	6.720	6.548	6.400
Total do ativo	11.591	11.394	11.790	13.093	13.311	14.135	14.134	14.048	14.738	15.944	16.091	15.404
Amostra												
Número total	296	307	484	589	602	655	694	736	778	819	838	812
Total do ativo	4.255	4.153	4.836	6.631	7.483	8.082	8.648	9.052	10.015	10.869	11.259	10.878

²²² Em <https://bizlib247.wordpress.com/2013/06/11/all-uk-listed-companies-part-3/> consultado a 7 de Agosto de 2016 é possível encontrar uma discussão sobre diferentes alternativas para ir ao encontro das empresas cotadas sediadas no Reino Unido.

Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Percentagem												
Número total	4,7%	4,5%	6,8%	7,9%	8,0%	8,7%	9,6%	10,5%	11,4%	12,2%	12,8%	12,7%
Total do ativo	36,7%	36,5%	41,0%	50,6%	56,2%	57,2%	61,2%	64,4%	68,0%	68,2%	70,0%	70,6%

A primeira nota que resulta da análise é a consolidação que ocorreu após a crise. O número de empresas diminuiu mas o total do ativo aumentou. No que se refere ao número de empresas e à sua dimensão, os dados demonstram que, apesar da percentagem de empresas ser baixa, têm muito maior expressão em termos do ativo, o que coloca em evidência que a amostra é constituída pelas maiores empresas cotadas em bolsa.

Conclui-se, assim, que a amostra não é representativa das empresas europeias cotadas em bolsa, devendo assumir-se como uma amostra das maiores empresas europeias cotadas em bolsa. A análise destas empresas é especialmente relevante pela implicação destas empresas no tecido empresarial constituído por empresas cotadas e não cotadas de diversas dimensões. Por outro lado, estas empresas também servem de referência a outras que procuram encontrar um sistema de governação compatível com as exigências (por exemplo a regulação) e objetivos. Todavia, na análise dos resultados, deverá tomar-se em consideração as considerações de Börsch-Supan e Köke (2002) acerca da seletividade da amostra.

4.5- Endogeneidade

Um dos problemas associados à análise dos dados nos trabalhos de investigação centrados na governação das sociedades, conforme reconhecido por vários autores (Bhagat e Jefferis, 2002; Börsch-Supan e Köke, 2002; Larcker e Richardson, 2004; Larcker *et al.*, 2007; Bhagat e Bolton, 2008; Kale *et al.*, 2009; Pathan, 2009; Westphal e Graebner, 2010; Wintoki *et al.*, 2012; Van Essen *et al.*, 2013), refere-se ao impacto da endogeneidade. A endogeneidade dos regressores, conforme salienta Baltagi (2013), implica a inconsistência das estimativas tradicionais (método dos mínimos quadrados ordinários) e decorre, entre outras razões, da omissão de variáveis relevantes, erro de medida²²³, questões relacionadas com a seletividade da amostra e auto-seleção. No caso específico dos modelos sobre governação das sociedades, conforme salientam Larcker *et al.* (2007), a endogeneidade decorre de todos ou quase todos os constructos de governação (os autores, neste trabalho, agregam variáveis de governação em constructos) resultarem de uma escolha (os determinantes exógenos dessas variáveis também deverão influenciar a variável de interesse) levando a que os coeficientes e os desvios-padrão estimados sejam inconsistentes. Wintoki *et al.* (2012) acrescentam, para além da heterogeneidade não observável e da simultaneidade²²⁴, uma outra fonte de endogeneidade correspondente ao efeito do desempenho passado sobre as variáveis de governação das sociedades, o que

²²³ A título de exemplo, salienta-se a dificuldade em medir o desempenho (Börsch-Supan e Köke, 2002).

²²⁴ Bhagat e Jefferis (2002) tratam especificamente a utilização de sistemas de equações simultâneas, o que consideram ser complexo, para fazer face à interrelação das variáveis independentes (nomeadamente, as defesas anti-aquisição, as aquisições, a rotação da gestão, o desempenho, a estrutura de capital e a estrutura acionista) que implicam a inconsistência dos “parâmetros de interesse”.

também é defendido por Bhagat e Jefferis (2002) no caso específico da dispersão acionista e da percentagem de ações detida pelos gestores.

Importa, portanto, encontrar soluções para ultrapassar as limitações decorrentes da endogeneidade dos regressores. A este propósito, Larcker *et al.* (2007) destacam que a resolução do problema pode passar pela utilização de instrumentos exógenos combinados com métodos de mínimos quadrados em múltiplas fases (*n-stage least squares*) e recorrem à dimensão das empresas e ao setor de atividade como determinantes exógenos dos mecanismos de governação das sociedades. Bhagat e Bolton (2008) recomendam o recurso a sistemas de equações simultâneas e Pathan (2009), com referência à dimensão do conselho de administração e à independência dos administradores que variam simultaneamente com a incerteza (medida pela variabilidade da rendibilidade), optou por realizar uma re-estimação com recurso ao método de mínimos quadrados ordinários em que substituiu as variáveis originais pelos respetivos desfasamentos (evolução anual) e, adicionalmente, recorreu também a regressões auxiliares (no caso, mínimos quadrados em três fases – *three-stage least squares*). Van Essen *et al.* (2013) também se aproximam das soluções preconizadas por Larcker *et al.* (2007) e Pathan (2009) ao introduzir desfasamentos em todas as variáveis independentes referentes às empresas e aos países e reconhecendo que a utilização do método dos mínimos quadrados em duas fases (*two-stage least squares*), também utilizado por Kale *et al.* (2009)²²⁵, é preferencial ao uso do tradicional método dos mínimos quadrados ordinários. A propósito da utilização de variáveis instrumentais, Van Essen *et al.* (2013) referem que a solução mais recomendada para o problema passa pela utilização deste tipo de variáveis mas, na maior parte dos casos, é muito difícil identificar variáveis com esse perfil e quantas utilizar (Bhagat e Bolton, 2008).

Börsch-Supan e Köke (2002) procedem a uma análise detalhada dos problemas de natureza econométrica no âmbito da governação das sociedades distinguindo, em particular, os problemas decorrentes da endogeneidade, mas considerando também os problemas associados à seleção das amostras, às variáveis omitidas e aos erros de medida. No que se refere especificamente à endogeneidade (ou causalidade reversa), os autores consideram que se trata do “problema mais sério nos estudos sobre governação das sociedades” (Börsch-Supan e Köke, 2002, p. 299) com reflexo na subvalorização do impacto da governação das sociedades nas variáveis de interesse. Referem, neste quadro, que o recurso a dados em painel é “condição necessária para a identificação de qualquer mecanismo de governação” (Börsch-Supan e Köke, 2002, p. 301) e realçam a importância de incluir maior número de variáveis acerca das empresas. Neste quadro, os desfasamentos das variáveis independentes podem assumir o papel de variáveis instrumentais à luz do preconizado por Van Essen *et al.* (2013). Não obstante, pode ainda assim ser necessária a inclusão de variáveis instrumentais de natureza macroeconómica ou referentes à regulamentação em vigor (Börsch-Supan e Köke, 2002).

²²⁵ Ainda assim, admitindo a ineficiência dos estimadores obtidos pelo procedimento 2SLS, recorreram ao método dos momentos generalizados (GMM) para re-estimarem os modelos.

Wintoki *et al.* (2012) dedicam especial atenção à endogeneidade orientando o seu trabalho para o desenvolvimento de um modelo conceptual e o respetivo modelo de análise estatística que incorporem a endogeneidade, nomeadamente o efeito do desempenho passado sobre as variáveis de governação. Esta abordagem é diferenciadora pois o modelo passa a incorporar explicitamente o desempenho prévio e não apenas, como outros autores, a introdução na análise das variações nas variáveis de governação ou outras variáveis de controlo. Larcker *et al.* (2007) reconhecem que as variáveis instrumentais utilizadas na literatura sobre governação das sociedades são, em geral, maus preditores das variáveis endógenas e as próprias são parcialmente endógenas.

4.6- Metodologia estatística

Nesta secção aborda-se a metodologia estatística para análise dos dados com vista à concretização dos objetivos do trabalho de investigação, incluindo a descrição da metodologia de análise de dados em painel e as várias decisões técnicas que se associam, dado suscitarem diferentes implicações na qualidade da análise. São também referidas outras especificidades da análise de dados em painel e identificadas especificações alternativas para a análise, de acordo com a literatura, com o propósito de evidenciar as diferenças e semelhanças decorrentes das distintas opções.

4.6.1- Enquadramento

Atendendo aos objetivos definidos para o presente trabalho de investigação e ao perfil dos dados optou-se pela adoção de metodologia própria para dados em painel. Donaldson e Davis (1991) realçam as vantagens dos estudos longitudinais para compreender as variações nas variáveis de interesse, nomeadamente quando existem efeitos desfasados no tempo, o que não é possível em análises seccionais que, complementarmente, se associam a limitações na generalização dos resultados (Larcker e Richardson, 2004; Larcker *et al.*, 2007). Davis *et al.* (1997) destacam a importância do período temporal no estudo da relação entre principal e gestor, o que reforça a importância do uso deste tipo de metodologia. Börsch-Supan e Köke (2002) salientam as vantagens da utilização de dados em painel no âmbito dos estudos sobre a governação das sociedades por forma a obviar aos problemas decorrentes da endogeneidade. A utilização de dados em painel (ou dados longitudinais), conforme salientam Cameron e Trivedi (2010), permite capturar a variação entre e intraempresas (variação nas empresas ao longo do tempo). Esta característica revela-se particularmente interessante nos estudos sobre a governação das sociedades pois, por um lado, a especificidade das empresas pode requerer mecanismos de governação diferenciados (os dados de painel partem do pressuposto que as empresas são heterogéneas) e, por outro lado, existindo dificuldades diversas na recolha de todas as variáveis desejáveis acerca da governação das empresas importa, na análise, dispor de

técnica que resolva o problema das variáveis omitidas²²⁶ (Wooldridge, 2002b). Verifica-se, conforme já reportado, que os dados obtidos constituem um painel não balanceado (ou seja, não está disponível informação de cada empresa para todos os anos em análise) e um micro painel, por resultar da combinação de poucos períodos temporais com muitas empresas.

Cameron e Trivedi (2010) referem que a modelização econométrica começa pela especificação do modelo que é estimado, seguindo-se a verificação da qualidade do modelo (verificações de diagnóstico) e, se necessário, a sua re-especificação. As verificações de diagnóstico são frequentemente baseadas no teste de hipóteses para a significância estatística dos coeficientes das variáveis chave e testes de especificações dos modelos. No caso dos dados em painel, são destacados o teste de Wald e os intervalos de confiança.

4.6.2- Metodologia para análise de dados em painel

Baltagi (2013, pp. 6-8) destaca a importante evolução da análise de dados em painel (*panel data econometrics*) nas duas décadas precedentes e, entre as vantagens da utilização de dados em painel, especificamente no caso de micro painéis, enumera 1) “controlo da heterogeneidade individual”, 2) “dados mais informativos, maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e maior eficiência”, 3) melhores condições para estudar a “dinâmica de ajustamento”, 4) “identificar e medir efeitos” que não são “detetáveis em dados transversais [...] puros ou séries temporais puras”, 5) “permitir a construção e teste de modelos comportamentais mais complicados que em dados seccionais puros ou séries temporais puras” e 6) “dados em micro painel obtidos sobre indivíduos, empresas e agregados familiares podem ser medidos de forma mais precisa do que variáveis semelhantes medidas ao nível macro”.

Wooldridge (2002b, p. 247), por seu lado, salienta que “a motivação primária para utilizar dados em painel é resolver o problema das variáveis omitidas” e que “pelo menos sob determinadas condições, para obter estimadores consistentes”. Atendendo especificamente à questão do controlo da heterogeneidade individual, a utilização de dados em painel é vantajosa relativamente à análise de dados seccionais que, por não permitir esse controlo, pode implicar a obtenção de resultados enviesados. Esta propriedade é mais interessante no caso de não poder ser possível incluir no modelo (pela dificuldade de obtenção ou medição das variáveis) todas as variáveis relevantes. Uma outra implicação importante para o presente estudo, e que é realçada por Baltagi (2013), reside na comparação de empresas com diferentes características que, influenciando o desempenho, não implicam que um modelo de governação seja mais apropriado que outro para todas as empresas.

²²⁶ Larcker *et al.* (2007) salientam que as variáveis omitidas, caso se recorra à estimação dos mínimos quadrados ou logística, suscitam inconsistência dos estimadores e referem-se também à endogeneidade, problema transversal à maioria da investigação empírica no âmbito da contabilidade. A questão das variáveis omitidas também é discutida por Börsch-Supan e Köke (2002) que salientam, no caso da omissão de múltiplas variáveis, a dificuldade em prever a direção do enviesamento associado à omissão.

No capítulo das limitações da metodologia de análise de dados em painel, Baltagi (2013) realça as dificuldades na recolha de dados, as distorções decorrentes de erros de medida, os problemas decorrentes da seleção da amostra (englobando, por exemplo, as não-respostas) e os reduzidos períodos de tempo por indivíduo. Quanto ao período em análise, o autor refere que o interesse da utilização de dados em painel sobressai com períodos de análise de cinco, dez ou mais anos e salienta que a recolha de dados em painel é bastante dispendiosa. No âmbito deste trabalho, no entanto, o acesso ao Asset4 permite obviar a maioria destes problemas, embora ocorram outras limitações, conforme já referido, principalmente o enfoque em variáveis estruturais e a ausência de outras variáveis que, de acordo com a literatura, seriam relevantes.

Apesar das vantagens na utilização de dados em painel, outros autores optam por abordagens distintas como é o caso de Larcker *et al.* (2007), Kale *et al.* (2009) e Vieito (2012) que recorrem a procedimentos de regressão linear (*Ordinary Least Squares*), ou 2SLS (método dos mínimos quadrados a dois passos). No caso de variável dependente dicotómica Larcker *et al.* (2007) recorrem à regressão logística. Van Essen *et al.* (2013) salientam que as análises baseadas em regressões lineares ainda constituem a base da literatura dedicada à comparação da governação das sociedades e das suas implicações entre distintos países, mas adotam uma técnica alternativa designada modelização linear hierárquica (*Hierarchical Linear Modelling*), sustentando a opção na natureza hierárquica da amostra agrupando as empresas de acordo com os países e, em termos técnicos, fazendo referência ao facto de a violação do pressuposto da independência das observações, no caso da utilização de regressão linear, implicar que os erros padrão são incorretamente estimados e, por esse motivo, afetam os testes de significância estatística e interpretação de resultados. Os autores reconhecem a limitação da técnica devido ao número de grupos e número de membros por grupos embora, a dimensão da amostra seja superior ao mínimo recomendável.

Considerando o número de empresas da amostra e o período de análise de 12 anos, os dados do presente trabalho, conforme já referido, constituem um micro painel²²⁷. Acresce, pelo facto de não estar disponível informação sobre todas as empresas para todos os anos em análise, tratar-se de um painel não equilibrado (*unbalanced*). A este propósito, Wooldridge (2002b) refere que o tratamento dos dados é similar para painéis equilibrados e não equilibrados, mas que a análise de painéis não equilibrados recomenda a uma descrição das condicionantes que lhe estão subjacentes, o que foi realizado no âmbito deste trabalho, em particular no que se refere ao estudo dos valores ausentes e à comparação da amostra com o universo de empresas cotadas nos países europeus cobertos pelo suplemento Asset4. Em termos formais, adotando a mesma notação que Baltagi (2013), uma regressão para dados em painel é representada da seguinte forma:

$$y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + u_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \quad [2]$$

Em que i representa, neste caso, as empresas e t representa o tempo. Geralmente:

²²⁷ Baltagi (2013) refere 10 a 20 anos como o máximo.

$$u_{it} = \mu_i + v_{it} \quad [3]$$

Em que a primeira parcela se refere ao efeito específico não observável e a segunda parcela se refere à perturbação remanescente. No entanto, o período em análise abarca a crise financeira internacional, que teve repercussões significativas ao nível do desempenho das empresas (especialmente as financeiras, mas que abrangeu outros setores de atividade). Assim, para além das parcelas identificadas em [3], poderá incluir-se uma terceira para representar o efeito temporal, ficando:

$$u_{it} = \mu_i + \lambda_t + v_{it} \quad [4]$$

Ou seja, o modelo em análise seria um modelo de regressão com componente de erro de duas vias (*two-way error component regression model*)²²⁸, em que λ_t denota o efeito temporal não observável. Considera-se, no entanto, preferível adotar modelo com componente de erro de uma via (*one-way*).

4.6.3- Seleção do modelo de análise e dos estimadores

A utilização da metodologia de análise para dados em painel requer, por parte do investigador, a tomada de várias decisões, nomeadamente sobre o modelo de análise – tipicamente modelo de efeitos fixos vs. modelo de efeitos aleatórios – e, posteriormente, sobre os estimadores a utilizar (Baltagi, 2013). Relativamente à escolha do modelo de análise, Baltagi (2013) salienta que é apropriado utilizar o modelo de efeitos fixos (*fixed effects* ou, de forma abreviada, FE) quando a análise está centrada num conjunto específico de empresas e a inferência se restringe a essas empresas (ou seja, não generalizável). No entanto, a utilização do modelo de efeitos fixos acarreta a perda de graus de liberdade, o agravamento de problemas de multicolinearidade entre regressores e o facto de não serem calculados coeficientes para as variáveis que não se alteram no período em análise, o que levanta dificuldades relativamente a algumas das variáveis consideradas no modelo de investigação adotado. O modelo de efeitos aleatórios (*random effects* ou, de forma abreviada, RE), por seu lado, é apropriado quando se selecionam indivíduos aleatoriamente a partir de uma grande população (o que também não é exatamente o caso do presente estudo, atendendo ao enviesamento da amostra para as empresas de maior dimensão já assinalado). Cameron e Trivedi (2010), embora enunciem outros modelos como o modelo de efeitos individuais, modelo da média populacional, modelo de efeitos de duas vias, e modelos lineares mistos, realçam o predomínio, na literatura microeconómica, do modelo de efeitos fixos, ao passo que outros ramos da estatística atribuem maior relevo ao modelo de efeitos aleatórios, considerando a exogeneidade dos regressores. Estes autores realçam também as vantagens do modelo de

²²⁸ Ainda de acordo com Baltagi (2013), no quadro de *two-way error component*, o recurso a efeitos fixos (FE) implica que a inferência se restrinja à amostra no período específico analisado, mas atenua os problemas de multicolinearidade. A utilização de efeitos aleatórios (RE), por seu lado, suscita a necessidade de testar alternativas para verificar se os estimadores diferem muito.

efeitos aleatórios (especialmente por estimar os coeficientes dos regressores invariantes no período em análise), mas sublinham que os estimadores são inconsistentes se o modelo de efeitos fixos for, efetivamente, o mais apropriado para a análise. Por fim, acentuam a importância de se observar a variação entre empresas e intra empresas (*between* e *within*) pois, num modelo de efeitos fixos (FE), caso exista baixa variação intra empresa, o coeficiente será incorretamente estimado (no limite, no caso em que não existe variação, não é estimado)²²⁹.

Outro aspeto a tomar em consideração na decisão entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios centra-se na variável tempo. Ao longo do período em análise ocorreu a crise financeira internacional (2008/09) que teve efeitos aprofundados em vários setores económicos que se alastraram a toda a economia. Com referência ao modelo selecionado, se “estas *dummies* forem estatisticamente significativas, o estimador FE de uma via [one way] também sofrerá de enviesamento de omissão” (Baltagi, 2013, p. 40). A este propósito, Wooldridge (2002b) salienta que, neste tipo de painéis (N elevado e T reduzido) é uma boa prática manter variáveis *dummy* para cada período.

Pathan (2009) procede à análise dos dados em painel (usando *dummies* para o ano) com um modelo de efeitos aleatórios com quadrados mínimos generalizados para estudar a influência da governação das sociedades em instituições bancárias na assunção de risco. Luoma e Goodstein (1999) recorrem também a um modelo de efeitos aleatórios realçando a capacidade para obter estimativas precisas. Cameron e Trivedi (2010)²³⁰ realçam, a este propósito, que no quadro de modelo efeitos aleatórios (RE), a estimação é feita através de um estimador exequível de quadrados mínimos generalizados (FGLS – Feasible Generalized Least-Squares). Na presença de efeitos não observáveis fixos, a estimação de efeitos fixos é normalmente sugerida, não sendo, no entanto, a técnica apropriada para o estudo desenvolvido, pelas razões seguintes (Pathan, 2009, p. 1343): a) as variáveis invariantes no tempo não são estimadas²³¹; b) a estimação de efeitos fixos requer que a variação em cada empresa seja significativa para produzir estimativas consistentes e eficientes; c) as estimações de efeitos fixos podem agravar o problema de multicolinearidade quando este é resolvido com variáveis *dummy*; d) quando N é elevado e T é baixo a estimação de efeitos fixos é inconsistente; e e) no caso de N elevado a estimação de efeitos fixos conduz a uma perda elevada de graus de liberdade. Tendo presente esta argumentação, assume-se para a análise dos dados um modelo de efeitos aleatórios com estimador exequível de quadrados mínimos generalizados (FGLS) e desvio-padrão robusto.

²²⁹ Wintoki *et al.* (2012) realçam a persistência da estrutura dos conselhos de administração, ou seja, baixa variação intra empresa.

²³⁰ Wintoki *et al.* (2012) utilizam uma amostra de 6.000 empresas no período compreendido entre 1991 e 2003 (ou seja, um período de análise com uma amplitude semelhante à do presente trabalho).

²³¹ Argumento também apresentado, noutra contexto, por Koufteros *et al.* (2014).

4.6.4- Especificações alternativas

Para verificar o impacto das opções tomadas a propósito da análise de dados foram equacionadas quatro especificações alternativas do modelo de análise dos dados em painel. A utilização de especificações alternativas tem vindo a ser utilizada por vários autores (e.g., Bhagat e Bolton, 2008; Van Essen *et al.*, 2013) para verificar a robustez dos resultados apurados.

Especificação alternativa 1 – Estimador das primeiras diferenças

Em linha com Börsch-Supan e Köke (2002) e Van Essen *et al.* (2013) estudam-se as diferenças (variação anual) em todas as variáveis independentes referentes à governação das empresas. Neste quadro, assume relevo o impacto que as variações na governação das sociedades possam aportar ao desempenho e risco empresariais. De acordo com Börsch-Supan e Köke (2002), a utilização do estimador das primeiras diferenças permite, em determinadas condições, evitar as limitações decorrentes de estimadores enviesados associados aos efeitos de características das empresas que não observadas. De acordo com Börsch-Supan e Köke (2002) a equação correspondente a esta especificação alternativa é:

$$\Delta y_{it} = \beta \Delta x_{it} + \Delta y \varepsilon_{it} \quad [5]$$

Em que i representa a empresa e t o período temporal.

Especificação alternativa 2 – Efeitos desfasados da governação das sociedades

Westphal e Graebner (2010) assumem que o efeito das alterações ao nível da governação das sociedades esteja desfasado no tempo e, nesse sentido, deverá incluir-se um desfasamento nas variáveis de governação, embora os autores tenham verificado que os resultados não são afetados pelo desfasamento temporal. Muth e Donaldson (1998) optaram por considerar um desfasamento de dois anos entre as variáveis de governação e as variáveis de desempenho. Wintoki *et al.* (2012) também testaram este tipo de relação e concluíram que não existe relação desfasada temporalmente entre os mecanismos de governação (no caso a estrutura do conselho de administração) e o desempenho. Adaptando a equação [2] temos:

$$y_{it} = \alpha + X'_{i,t-1} \beta + u_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T) \quad [6]$$

Em que i representa a empresa e t o período temporal.

Especificação alternativa 3 – Painéis não balanceados

Baltagi (2013) refere-se às especificidades dos painéis incompletos ou não balanceados (*uncomplete* ou *unbalanced panels*) reconhecendo que são comuns em trabalhos de natureza empírica. Distingue entre as situações em que os valores ausentes são aleatórios de outras situações em que esses valores ausentes não são

aleatórios, conforme discussão prévia no presente documento. O mesmo autor sugere que, na presença de agrupamentos naturais dos indivíduos, como é o caso do agrupamento de empresas por setor de atividade, se deve utilizar o modelo não balanceado com componente de erro agrupado (*unbalanced nested error component model*) formalmente representado por:

$$y_{ijt} = x'_{ijt}\beta + u_{ijt} \quad (i = 1, \dots, M; j = 1, \dots, N_i; t = 1, \dots, T_i) \quad [7]$$

e

$$u_{ijt} = \mu_i + v_{ij} + \varepsilon_{ijt} \quad [8]$$

Em que i representa o setor de atividade, j as empresas e t o período temporal. Conforme salienta Baltagi (2013), este modelo suporta desigualdades no número de empresas em cada setor e no número de períodos observados para cada setor.

Especificação alternativa 4 – Desempenho prévio (modelo dinâmico)

Reconhecendo a argumentação de Bhagat e Jefferis (2002) e Wintoki *et al.* (2012) acerca da importância do desempenho prévio nas decisões sobre a estrutura do conselho de administração²³² e de Börsch-Supan e Köke (2002), considerou-se, também, um modelo dinâmico (*dynamic GMM²³³ panel estimator*), o que implica que, em vez de se considerar um modelo em que o desempenho ou o risco são função dos mecanismos de governação, das características das empresas e de efeitos não observáveis, se passe a considerar o modelo “dinâmico” em que o desempenho ou o risco são função do desempenho ou risco prévio, da estrutura de governação, das características das empresas e de efeitos não observáveis. Na perspectiva destes autores, a utilização deste modelo dinâmico, relativamente aos modelos habituais (*Ordinary Least Squares* ou FE) aporta, pelo menos, um dos seguintes benefícios:

- i) Inclusão de efeitos fixos para a heterogeneidade não observada (fixa);
- ii) Incorporar o efeito do desempenho prévio no modelo atual de governação²³⁴;
- iii) Utilizar variáveis do histórico da empresa como instrumentos para a governação atual.

²³² Incluindo aqui a importância da informação, potencial para o lucro e a capacidade para envolver administradores externos.

²³³ Wintoki *et al.* (2012) centram-se na utilização do estimador GMM (*generalized method of moments*) para reduzir as preocupações com endogeneidade decorrentes da relação entre governação (neste caso, focalizados na estrutura do conselho de administração) e desempenho e os determinantes da governação. Dang *et al.* (2018) também recorrem ao estimador GMM com o propósito de avaliar a robustez dos resultados.

²³⁴ Wintoki *et al.* (2012) consideram que são necessários vários anos até que a estrutura se adeque ao desempenho passado. Importa, neste quadro, definir o número de anos de desfasamento a incluir para assegurar que se incorra num problema de variável omitida (os autores fixam em 2 desfasamentos de 2 anos cada).

O argumento de Wintoki et al. (2012) é que, verificando-se uma relação de natureza dinâmica, uma regressão FE será enviesada. No entanto, reconhecem limitações decorrentes desta metodologia. A primeira das limitações decorre do número de defasamentos das variáveis instrumentais que, embora as torne mais exógenas, pode torná-las mais fracas. Por outro lado, assume-se que os erros não são correlacionados em série, o que pode não ocorrer, de forma sistemática, para todas as variáveis, mas defendem que, mesmo com estas limitações, será preferível aos modelos habituais. Salientam, adicionalmente, que mesmo este modelo dinâmico não consegue resolver todos os problemas de endogeneidade. Genericamente, de acordo com Baltagi (2013), este modelo é representado por:

$$y_{it} = \delta_1 y_{i,t-2} + \delta_2 y_{i,t-4} + x'_{it} \beta + u_{it} \quad (i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T)[9]$$

Em que i representa a empresa e t o período temporal.

Capítulo 5 – Resultados Estatísticos

O capítulo 5 inicia-se com a descrição dos dados em painel passando-se, de seguida, à apresentação dos resultados da análise de dados em painel. Apresentam-se os testes de especificação e, complementarmente, exploram-se especificações alternativas com o propósito de verificar a sensibilidade dos resultados às opções realizadas ao nível da análise dos dados.

5.1- Descrição dos dados em painel

Numa perspetiva complementar às estatísticas descritivas apresentadas (secção 4.4.2), caracteriza-se a evolução intraempresas (*within*) ao longo do tempo, comparativamente às diferenças existentes entre as empresas (*between*), não incluindo nesta análise as variáveis invariantes ao longo do período, como é o caso do setor de atividade, e as variáveis dicotómicas (Quadro 8).

Quadro 8 – Descrição dos dados em painel

O quadro apresenta a descrição dos dados em painel para a base de dados constituída por 7.643 observações (pares empresa/ano) obtida com recurso ao comando `xtsum` no programa Stata. São apresentadas, para todas as variáveis, a média, o desvio-padrão, o mínimo, o máximo e o número de observações repartido em total (pares empresa/ano) (N), total de empresas em análise (n) e número médio de anos em que cada empresa é analisada (T-bar = N/n). Para cada empresa, no que se refere ao desvio-padrão, mínimo e máximo, são apresentados os valores globais (*overall*), entre empresas (*between*) e intra-empresa (*within*). De acordo com Cameron e Trivedi (2010, p. 245) os valores mínimos e máximos das linhas *within* são calculados através da expressão $x_{it} - \bar{x}_i + \bar{x}$, razão pela qual são obtidos, pontualmente, valores fora do intervalo de variação das variáveis. Os mínimos e os máximos para *overall* e *between* são obtidos, respetivamente, com recurso a x_{it} e \bar{x}_i . As variáveis em análise: *dimCA* - número de membros do conselho de administração, *pInd* - percentagem de membros independentes no conselho de administração, *pMul* - percentagem de mulheres no conselho de administração, *antCA* - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, *compCA* - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, *nReun* - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, *mExt* - número médio de participações noutros conselhos de administração, *pExec* - percentagem de membros executivos do conselho de administração, *mAcc* - percentagem detida pelo maior acionista, *sAcc5* - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, *cAcc5* - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, *ativo* - dimensão da empresa medida pelo ativo, *roa* - rentabilidade do ativo, *roe* - rentabilidade do capital próprio, *q* - rácio q de Tobin, *mbr* - rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico, *rTotal* - risco total, *rSis* - risco sistemático e *rIdio* - risco idiossincrático. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados com recurso à base de dados e Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas).

Estadísticas Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Observações
dimCA					
<i>overall</i>	10,57	3,89	2	30	N = 7.643
<i>between</i>		3,56	3	22,22	n = 857
<i>within</i>		1,52	-2,32	25,49	T-bar = 8,92
pInd					
<i>overall</i>	54,07	24,04	0	100	N = 6.832
<i>between</i>		21,46	0	100	n = 821
<i>within</i>		14,04	-35,80	129,07	T-bar = 8,32
pMul					
<i>overall</i>	10,66	11,41	0	66,67	N = 7.643
<i>between</i>		9,33	0	52,67	n = 857
<i>within</i>		7,10	-28,74	47,70	T-bar = 8,92

Estadísticas Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Observações
antCA					
<i>overall</i>	6,22	3,17	0	33,58	N = 6.772
<i>between</i>		2,88	0,57	28,52	n = 794
<i>within</i>		1,41	-4,63	13,71	T-bar = 8,53
compCA					
<i>overall</i>	49,71	25,37	0	100	N = 6.573
<i>between</i>		19,92	0	100	n = 857
<i>within</i>		16,48	-24,53	124,69	T-bar = 7,67
nReun					
<i>overall</i>	8,90	4,29	1	93	N = 7.193
<i>between</i>		5,75	1	93	n = 832
<i>within</i>		2,35	-5,30	46,56	T-bar = 8,65
mExt					
<i>overall</i>	1,90	1,56	0	18,40	N = 7.356
<i>between</i>		1,10	0	7,95	n = 857
<i>within</i>		1,11	-5,64	13,86	T-bar = 8,58
pExec					
<i>overall</i>	20,22	18,35	0	100	N = 7.536
<i>between</i>		16,96	0	66,43	n = 857
<i>within</i>		7,21	-25,92	100,01	T-bar = 8,79
mAcc					
<i>overall</i>	13,48	16,67	0,01	100	N = 6.487
<i>between</i>		11,93	0,24	100	n = 780
<i>within</i>		11,57	-45,40	99,06	T-bar = 8,32
sAcc5					
<i>overall</i>	20,25	20,92	0	100	N = 6.487
<i>between</i>		14,79	0,24	100	n = 780
<i>within</i>		15,21	-38,84	100,90	T-bar = 8,32
cAcc5					
<i>overall</i>	1,62	1,66	0	12	N = 6.487
<i>between</i>		1,26	0	7,67	n = 780
<i>within</i>		1,17	-5,04	8,54	T-bar = 8,32
ativo					
<i>overall</i>	12.600	28.200	4,80	319.000	N = 7.610
<i>between</i>		24.100	26,55	215.000	n = 853
<i>within</i>		9.650	-87.600	177.000	T-bar = 8,92
roa					
<i>overall</i>	0,11	0,14	-0,93	3,75	N = 7.533
<i>between</i>		0,11	-0,38	1,59	n = 848
<i>within</i>		0,10	-0,95	3,39	T-bar = 8,88
roe					
<i>overall</i>	20,11	112,12	-1.015,98	7.206,45	N = 7.516
<i>between</i>		53,39	-501,79	693,84	n = 847
<i>within</i>		99,09	-774,98	6.532,72	T-bar = 8,87
q					
<i>overall</i>	1,76	1,79	0,27	84,50	N = 7.569
<i>between</i>		1,58	0,46	31,06	n = 850
<i>within</i>		1,05	-23,73	55,20	T-bar = 8,90
mbr					
<i>overall</i>	2,76	30,65	-2.090,20	1.080,85	N = 7.569
<i>between</i>		10,36	-237,05	105,38	n = 850
<i>within</i>		28,84	-1.850,39	982,22	T-bar = 8,90
rTotal					
<i>overall</i>	0,02	0,01	0	0,13	N = 7.474
<i>between</i>		0,01	0,01	0,08	n = 834
<i>within</i>		0,01	-0,01	0,11	T-bar = 8,96
rSis					
<i>overall</i>	0,89	0,41	-1,44	3,45	N = 7.499
<i>between</i>		0,31	0,04	2,03	n = 840

Estadísticas Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Observações
<i>within</i>		0,28	-1,25	3,01	n = 8,93
rIdio					
<i>overall</i>	0,02	0,01	0	0,13	N = 7.499
<i>between</i>		0,01	0,01	0,06	n = 840
<i>within</i>		0,01	-0,02	0,11	T-bar = 8,93

Para além do desvio-padrão global (*overall*), calculam-se os desvios-padrão parciais focalizados na variação entre empresas (*between*) e nas empresas ao longo do tempo (*within*). De acordo com Cameron e Trivedi (2010, p. 245) o cálculo da variância global (*overall*) baseia-se na diferença entre o valor da empresa *i* em cada momento *t* e a média global (indicada na primeira coluna). A variância entre empresas (*between*) baseia-se na diferença entre a média da empresa *i* no período analisado e a média global e a variância nas empresas ao longo do tempo (*within*) é calculada com recurso à diferença entre o valor da empresa *i* em cada momento *t* e a média da empresa *i* no período analisado. Ainda, de acordo com estes autores, a variância global é aproximadamente igual ao somatório da variância entre empresas com a variância das empresas ao longo do tempo (intra-empresas).

No que se refere às variáveis independentes, os dados evidenciam que, em geral, as diferenças entre empresas (*between*) são mais relevantes do que a evolução das empresas ao longo do tempo (exceção para as variáveis reelInd, mExt e sAcc5). No entanto, relativamente às variáveis de interesse, parece ser evidente que a evolução ao longo do tempo é mais relevante que as diferenças entre as empresas. Cameron e Trivedi (2010, p. 245) consideram que quando existe maior variação entre empresas (*between*) do que ao longo do tempo, ou seja, intra empresas (*within*) os estimadores de efeitos fixos (FE) não serão “muito eficientes porque eles [os estimadores FE] se baseiam na variação intra [*within*]”.

A variável reelInd, por ser dicotómica tal como outras, pode ser analisada com recurso ao comando xttab do Stata que, de acordo com Cameron e Trivedi (2010, p. 246), “é mais útil quando a variável assume poucos valores” (Quadro 9).

Quadro 9 – Análise da variação entre empresas e ao longo do tempo da variável referente à reeleição individual (reelInd)

O quadro apresenta a análise da variação entre empresas e ao longo do tempo da variável referente à reeleição individual dos membros do conselho de administração (reelInd). Os resultados apresentados resultam da utilização do comando xttab no programa Stata. As colunas identificam, respetivamente a frequência global, ou seja, as observações em que se verifica a ausência (0) ou a presença (1) de práticas de reeleição individual dos membros do conselho de administração e a respetiva percentagem. Segue-se a frequência *between*, ou seja, o número de empresas que ao longo do período estiveram em determinada categoria e a respetiva percentagem (com referência a 857 empresas distintas). Por fim, a percentagem *within* refere-se à percentagem de empresas que ao longo do período não mudaram de categoria. Os dados, abarcando o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos. A amostra é composta por 7.643 observações (pares empresa/ano).

Estadísticas Variável	Frequência a global	Percent. Global	Frequência a between	Percent. Between	Percent. Within
reelInd					
0	3.663	47,93	677	79,00	61,84
1	3.980	52,07	748	87,28	58,60
Total	7.643	100,00	1.425	166,28	60,14

Estadísticas Variável	Frequência a global	Percent. Global	Frequência a <i>between</i> (n = 857)	Percent. <i>Between</i>	Percent. <i>Within</i>

Os resultados evidenciam que, para a totalidade das observações (pares empresa/ano), há uma distribuição quase idêntica (47,93 vs. 52,07) entre as empresas em que os membros dos conselhos de administração são eleitos individualmente e as empresas em que são eleitos coletivamente. No entanto, observando os resultados para as colunas *between*, verifica-se que em cerca de 66% das empresas houve mudanças ao longo do período em análise, com 677 das empresas a assumir o valor 0 e com 748 empresas a assumir o valor 1, pelo menos uma vez durante o período. Complementarmente, pela análise da coluna *within* é possível verificar que cerca de 62% das empresas que assumiram o valor 0, em algum momento, assumiram sempre o valor 0 e cerca de 59% das empresas que assumiram o valor 1, em algum momento, assumiram sempre o valor 1, o que efetivamente é consistente com mudanças significativas, em ambos os sentidos, ao longo do período.

5.2- Resultados da análise de dados em painel

5.2.1- Desempenho

No âmbito do desempenho empresarial são apresentados, com maior destaque, os resultados para a rentabilidade do capital próprio e para o rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico. A análise centra-se, essencialmente, na significância do modelo decorrente da estatística qui-quadrado de Wald, no R^2 (total, entre empresas e intraempresas), nos coeficientes estatisticamente significativos e os respetivos sinais que expressam os sentidos das relações estabelecidas, e a análise do desvio-padrão do efeito individual α_i , desvio-padrão do erro idiosincrático ε_{it} e fração da variância devida ao α_i . Os quadros de resultados (quadros 10 a 13) são apresentados nas subsecções seguintes incluindo-se, complementarmente, no anexo 4 os quadros referentes à rentabilidade do ativo e ao rácio q de Tobin (quadros 1 e 2). Os resultados para todas as variáveis de interesse são sintetizados no final (subsecção 5.2.3).

5.2.1.1- Rentabilidade do capital próprio

Para a análise da rentabilidade do capital próprio recorreu-se ao logaritmo natural da variável. No entanto, dada a prevalência de valores negativos (decorrentes de resultados negativos no exercício), foi necessário proceder a uma transformação da variável através da adição de uma constante de valor superior ao valor absoluto do mínimo da série de dados para assegurar que é possível o cálculo da nova variável sem perda de observações²³⁵. Após a transformação, o valor mínimo passou a ser 0,01, o que permite o

²³⁵ Procedimento similar for adotado por Kale *et al.* (2009) justamente com o propósito de cálculo posterior do logaritmo das variáveis.

cálculo da variável sem perda de observações (e o consequente enviesamento da análise). Recorreu-se ao Stata para apurar os resultados (Quadro 10).

Quadro 10 – Resultados do modelo para a rendibilidade do capital próprio

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse rendibilidade do capital próprio utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.712 observações de 670 empresas distintas.

R-sq:		Obs per group:	
within = 0.0010		min =	1
between = 0.0610		avg =	7.0
overall = 0.0119		max =	12
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Wald chi2(42) =	85.45
		Prob > chi2 =	0.0001
		(Std. Err. adjusted for 670 clusters in emp)	

LnRoePosit	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
LnDimCA	.0229665	.0179251	1.28	0.200	-.0121661 .0580991
pInd	.00006	.0001047	0.57	0.567	-.0001453 .0002652
pMul	-.0002693	.0002185	-1.23	0.218	-.0006975 .000159
antCA	.0006989	.0016112	0.43	0.664	-.0024591 .0038568
compCA	8.80e-06	.0000646	0.14	0.892	-.0001179 .0001355
nReun	-.0009622	.0008371	-1.15	0.250	-.0026028 .0006785
cAud	-.0067762	.0117924	-0.57	0.566	-.0298888 .0163364
cNom	.0301201	.0287294	1.05	0.294	-.0261886 .0864287
cRem	-.0331266	.0251829	-1.32	0.188	-.0824842 .016231
mExt	.0032125	.0022691	1.42	0.157	-.0012348 .0076597
pExec	.0005443	.0004374	1.24	0.213	-.0003131 .0014016
remCEO	.000398	.0050879	0.08	0.938	-.009574 .01037
dual	-.0029239	.0030936	-0.95	0.345	-.0089873 .0031395
antCEO	-.0032602	.0025441	-1.28	0.200	-.0082465 .0017261
reelInd	-.0018163	.0030651	-0.59	0.553	-.0078238 .0041911
favTak	.0037781	.0032763	1.15	0.249	-.0026433 .0101996
igVoto	.0067972	.0106967	0.64	0.525	-.0141679 .0277623
mAcc	-.0908287	.0778074	-1.17	0.243	-.2433283 .061671
mAcc2	.0210975	.0696856	0.30	0.762	-.1154838 .1576788
sAcc5	.0971797	.0957247	1.02	0.310	-.0904373 .2847967
sAcc52	-.0426724	.0476499	-0.90	0.370	-.1360645 .0507197

cAcc5	-.0021103	.0060183	-0.35	0.726	-.013906	.0096853
LnAtivo	.001219	.0039365	0.31	0.757	-.0064963	.0089344
eu	-.0156122	.0228605	-0.68	0.495	-.060418	.0291936
euro	.0083108	.0192218	0.43	0.665	-.0293634	.0459849
crise	-.0035685	.0017684	-2.02	0.044	-.0070345	-.0001024
AUTMB	-.0100257	.0073619	-1.36	0.173	-.0244547	.0044033
BRESR	-.0182725	.0140684	-1.30	0.194	-.0458461	.0093011
CHMCL	.0004149	.0078862	0.05	0.958	-.0150417	.0158716
CNSTM	-.0968217	.0901634	-1.07	0.283	-.2735387	.0798953
FDBEV	.0069493	.0150959	0.46	0.645	-.0226381	.0365366
FINSV	.0027282	.0115172	0.24	0.813	-.0198451	.0253014
HLTHC	.0068753	.0161704	0.43	0.671	-.0248182	.0385687
INDGS	.0108028	.0112462	0.96	0.337	-.0112394	.032845
MEDIA	.0110402	.0168291	0.66	0.512	-.0219442	.0440246
OILGS	-.0023426	.0082991	-0.28	0.778	-.0186086	.0139234
PERHH	.008658	.0135372	0.64	0.522	-.0178744	.0351903
RLEST	-.0163115	.0097025	-1.68	0.093	-.0353281	.002705
RTAIL	.0056438	.0129346	0.44	0.663	-.0197075	.0309952
TECNO	-.0004969	.0121523	-0.04	0.967	-.024315	.0233213
TELCM	.0087627	.0072708	1.21	0.228	-.0054877	.0230131
TRLES	.0190612	.0159577	1.19	0.232	-.0122153	.0503377
_cons	6.873284	.1089548	63.08	0.000	6.659737	7.086832
sigma_u	.13562422					
sigma_e	.16110438					
rho	.41475832	(fraction of variance due to u_i)				

Os resultados apurados baseiam-se numa amostra constituída por 4.712 observações (pares empresa/ano) referentes a 670 empresas, ou seja, uma média de 7 anos por empresa. Globalmente os regressores incluídos na análise, conforme decorre da análise do resultado da estatística qui-quadrado de Wald, são estatisticamente significativos (p -value = 0,0001). Analisando a variabilidade explicada pelo modelo (R^2), verifica-se que são obtidos valores modestos, sendo mais relevante a diferença entre empresas (R^2 *between*) na explicação dos diferentes níveis de rendibilidade do capital próprio.

Verifica-se que nenhum dos coeficientes eleitos com referência à governação das sociedades apresenta significância estatística. Apenas o coeficiente que se refere aos anos da crise financeira internacional aparece com significância estatística e o respetivo sinal está consonante com um decréscimo da rendibilidade das empresas nos anos 2008 e 2009, ou seja, estes anos induzem uma redução na rendibilidade do capital próprio na ordem dos 0,36%.

Por fim, realça-se que o desvio-padrão estimado do efeito individual α_i é inferior ao desvio-padrão estimado do erro idiosincrático ε_{it} , ou seja, de acordo com Cameron e Trivedi (2010) o erro idiosincrático é mais relevante que a componente do erro específica às empresas (efeito aleatório). A fração da variância devida ao α_i é 0,41.

Numa abordagem complementar restringiu-se a análise às observações que apresentam rendibilidade do capital próprio positiva (dispensando-se, desta forma, qualquer transformação na escala da variável). Estas observações, assumindo-se que não há manipulações dos resultados das empresas, correspondem a um grupo de observações com melhor desempenho face às demais. Os resultados assim apurados (Quadro 11) revelam diferenças face aos resultados antes apurados que englobam todas as observações

(já apresentados no Quadro 10). Estes resultados, decorrentes da exclusão de 543 observações (permanecem 4.169 observações referentes a 657 empresas, ou seja, uma média de 6,3 anos observados por empresa), apresentam uma estatística qui-quadrado de Wald superior ($\text{Prob} > \chi^2 = 0,000$), bem como o R^2 também mais elevado²³⁶, especialmente na componente intra empresa (*within*). Contrariamente ao que acontecia previamente, neste caso, identificam-se coeficientes de variáveis de governação das sociedades estatisticamente significativos. A interpretação mais aprofundada destes resultados deve, no entanto, tomar em consideração aspetos como a incidência das rendibilidades do capital próprio negativas nos anos de crise, aspetos de natureza setorial ou outros que possam exercer influência nos resultados apurados. No entanto, esta evidência abre outros caminhos para a investigação, nomeadamente sobre a diferente relação entre governação das sociedades e desempenho nas empresas de melhor desempenho relativamente às demais, ou à relação entre o desempenho prévio e a adoção de determinados mecanismos de governação. Acresce, ainda, que esta amostra já estava enviesada ao focar-se nas maiores empresas cotadas em bolsa e se, mesmo a este nível, surgem diferenças entre as empresas com melhor e pior desempenho, é natural que numa amostra mais abrangente não se identifiquem modelos e coeficientes estatisticamente significativos, o que está em linha com a falta de consenso na literatura.

Quadro 11 – Resultados do modelo para a rendibilidade do capital próprio positiva

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse rendibilidade do capital próprio para a subamostra de empresas com rendibilidade do capital próprio positiva utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.169 observações de 657 empresas distintas.

R-sq:	Obs per group:
within = 0.0464	min = 1
between = 0.0895	avg = 6.3
overall = 0.0606	max = 12

²³⁶ Koufteros *et al.* (2014, p. 329), embora não tratem especificamente a governação das sociedades, obtêm valores de R^2 entre 6% e 20% e consideram que são “substantivos” atendendo à “superabundância de variáveis que podem impactar o desempenho financeiro ao longo do tempo”.

MECANISMOS DE GOVERNAÇÃO, DESEMPENHO E RISCO DE EMPRESAS COTADAS

corr(u_i, X) = 0 (assumed) Wald chi2(42) = 234.62
 Prob > chi2 = 0.0000

(Std. Err. adjusted for 657 clusters in emp)

LnRoeSoPos	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LnDimCA	.0266657	.0818575	0.33	0.745	-.133772	.1871034
pInd	.0013046	.000828	1.58	0.115	-.0003181	.0029274
pMul	-.0056202	.0020321	-2.77	0.006	-.0096032	-.0016373
antCA	-.0196273	.0077151	-2.54	0.011	-.0347486	-.0045059
compCA	.0000741	.0007815	0.09	0.924	-.0014577	.0016059
nReun	-.0114847	.0065259	-1.76	0.078	-.0242753	.0013059
cAud	-.1381723	.125306	-1.10	0.270	-.3837675	.1074229
cNom	-.0747387	.0612869	-1.22	0.223	-.1948588	.0453813
cRem	-.0437817	.1103123	-0.40	0.691	-.2599899	.1724265
mExt	.0445372	.0121757	3.66	0.000	.0206733	.0684011
pExec	.0045883	.0019421	2.36	0.018	.0007818	.0083948
remCEO	-.0227524	.0535537	-0.42	0.671	-.1277157	.0822109
dual	-.0255588	.0593925	-0.43	0.667	-.141966	.0908484
antCEO	.0060452	.0579707	0.10	0.917	-.1075752	.1196656
reelInd	-.0241214	.0364429	-0.66	0.508	-.0955482	.0473053
favTak	.1313527	.0752324	1.75	0.081	-.0161	.2788055
igVoto	-.1355342	.0476631	-2.84	0.004	-.228952	-.0421163
mAcc	-.260947	.7704398	-0.34	0.735	-1.770981	1.249087
mAcc2	.5715354	.8417931	0.68	0.497	-1.078349	2.221419
sAcc5	-.7813308	.7200833	-1.09	0.278	-2.192668	.6300065
sAcc52	.6236335	.5940526	1.05	0.294	-.5406883	1.787955
cAcc5	.0281542	.028473	0.99	0.323	-.027652	.0839603
LnAtivo	-.0957658	.0239043	-4.01	0.000	-.1426173	-.0489143
eu	.0089383	.0978467	0.09	0.927	-.1828378	.2007144
euro	-.1852549	.0747482	-2.48	0.013	-.3317588	-.0387511
crise	-.1066708	.0309383	-3.45	0.001	-.1673087	-.0460329
AUTMB	-.1919661	.1559893	-1.23	0.218	-.4976995	.1137674
BRESR	-.3803551	.150706	-2.52	0.012	-.6757333	-.0849768
CHMCL	-.0147842	.1326052	-0.11	0.911	-.2746856	.2451171
CNSTM	-.0847493	.1361998	-0.62	0.534	-.351696	.1821975
FDDEV	.0178471	.1813828	0.10	0.922	-.3376568	.3733509
FINSV	.1362008	.1634215	0.83	0.405	-.1840994	.456501
HLTHC	-.0423907	.1542071	-0.27	0.783	-.3446311	.2598497
INDGS	-.0093373	.1176493	-0.08	0.937	-.2399257	.2212512
MEDIA	.0908088	.1848097	0.49	0.623	-.2714115	.4530292
OILGS	-.1730239	.1248931	-1.39	0.166	-.4178098	.071762
PERHH	-.1226271	.1693262	-0.72	0.469	-.4545004	.2092462
RLEST	-.5615655	.1300499	-4.32	0.000	-.8164586	-.3066724
RTAIL	.1323522	.1586948	0.83	0.404	-.1786839	.4433883
TECNO	-.0735308	.1489622	-0.49	0.622	-.3654913	.2184298
TELCM	.2238383	.1768971	1.27	0.206	-.1228736	.5705502
TRLES	-.0060538	.208115	-0.03	0.977	-.4139517	.401844
_cons	4.737621	.3960397	11.96	0.000	3.961397	5.513844
sigma_u	.60984758					
sigma_e	.72637045					
rho	.41345464	(fraction of variance due to u_i)				

Centrando a análise nos coeficientes estatisticamente significativos, verifica-se que a maior percentagem de mulheres se reflete negativamente ($b = -0,006$) na rentabilidade do capital próprio, enquanto que a pertença a outros conselhos de administração ($b = 0,045$) e a maior importância dos membros executivos ($b = 0,005$) se traduzem em rentabilidade acrescida. A garantia da igualdade de votos dos acionistas reflete-se negativamente na rentabilidade ($b = -0,136$). As empresas de maior dimensão ($b = -0,096$) evidenciam

níveis de rendibilidade mais baixa, o que também sucede às empresas sedeadas num país da zona euro ($b = -0,185$) e, naturalmente, nos anos de crise mais acentuada ($b = -0,107$).

5.2.1.2- Rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico

Para o estudo do rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico (mbr) recorreu-se igualmente ao logaritmo natural que, dada a prevalência de valores negativos (situações em que o valor contabilístico é negativo), implicou uma transformação na variável original somando-se a todos os valores uma constante para que o valor mínimo seja 0,01. Esta transformação permite o cálculo do logaritmo natural sem exclusão dos valores negativos ou iguais a zero. Recorreu-se ao Stata para apurar os resultados (Quadro 12).

Quadro 12 – Resultados do rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.765 observações de 677 empresas distintas.

R-sq:		Obs per group:	
within = 0.0053		min =	1
between = 0.0741		avg =	7.0
overall = 0.0166		max =	12
		Wald chi2(42)	= 169.93
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Prob > chi2	= 0.0000

(Std. Err. adjusted for 677 clusters in emp)

LnMbrPosit	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
LnDimCA	.0005858	.0004037	1.45	0.147	-.0002056 .0013771
pInd	-1.50e-07	3.15e-06	-0.05	0.962	-6.33e-06 6.03e-06
pMul	.0000137	.0000105	1.30	0.193	-6.94e-06 .0000344
antCA	.0000441	.0000372	1.19	0.235	-.0000287 .000117
compCA	-2.17e-06	4.41e-06	-0.49	0.623	-.0000108 6.48e-06
nReun	.0000114	.0000277	0.41	0.680	-.0000428 .0000657
cAud	.0000932	.0005147	0.18	0.856	-.0009155 .0011019
cNom	-.0001224	.0002035	-0.60	0.548	-.0005213 .0002765

cRem	-.0007236	.0005161	-1.40	0.161	-.0017351	.000288
mExt	.0001054	.0000694	1.52	0.129	-.0000306	.0002415
pExec	.0000154	5.76e-06	2.66	0.008	4.06e-06	.0000267
remCEO	-7.12e-06	.0001975	-0.04	0.971	-.0003942	.0003799
dual	.0000587	.0003319	0.18	0.860	-.0005918	.0007092
antCEO	-.0003612	.0002741	-1.32	0.188	-.0008983	.000176
reelInd	-.0002022	.0001937	-1.04	0.297	-.0005819	.0001775
favTak	.0001853	.0002245	0.83	0.409	-.0002547	.0006254
igVoto	.0001099	.0002368	0.46	0.643	-.0003543	.0005741
mAcc	.0061191	.0054918	1.11	0.265	-.0046447	.0168828
mAcc2	-.0014013	.0049658	-0.28	0.778	-.0111341	.0083314
sAcc5	-.0065431	.0044306	-1.48	0.140	-.0152269	.0021406
sAcc52	.0040148	.0033396	1.20	0.229	-.0025307	.0105604
cAcc5	.0003297	.0002467	1.34	0.181	-.0001538	.0008131
LnAtivo	-.0003756	.0001709	-2.20	0.028	-.0007106	-.0000406
eu	-.0008017	.0004026	-1.99	0.046	-.0015908	-.0000127
euro	.000226	.0002121	1.07	0.287	-.0001897	.0006417
crise	-.0008099	.0002557	-3.17	0.002	-.0013111	-.0003087
AUTMB	-.0005274	.0002205	-2.39	0.017	-.0009596	-.0000951
BRESR	-.0006236	.0002641	-2.36	0.018	-.0011412	-.0001061
CHMCL	-.0001359	.0003868	-0.35	0.725	-.000894	.0006222
CNSTM	.0004855	.0011123	0.44	0.662	-.0016946	.0026656
FDBEV	-.0008924	.0005249	-1.70	0.089	-.0019213	.0001365
FINSV	.0000145	.0005792	0.03	0.980	-.0011208	.0011498
HLTHC	.0004937	.0004299	1.15	0.251	-.0003489	.0013363
INDGS	-.0001214	.0004139	-0.29	0.769	-.0009327	.0006898
MEDIA	.0009132	.0009908	0.92	0.357	-.0010288	.0028552
OILGS	-.0000427	.00034	-0.13	0.900	-.000709	.0006236
PERHH	-.0004908	.0005623	-0.87	0.383	-.0015929	.0006113
RLEST	-.0012195	.0003487	-3.50	0.000	-.0019028	-.0005361
RTAIL	.0000312	.0004091	0.08	0.939	-.0007706	.0008331
TECNO	-.0000155	.0004885	-0.03	0.975	-.0009729	.0009419
TELCM	.0001243	.0002142	0.58	0.562	-.0002956	.0005442
TRLES	-.0008236	.0004723	-1.74	0.081	-.0017493	.0001021
_cons	7.651316	.0027337	2798.86	0.000	7.645958	7.656674
sigma_u	0					
sigma_e	.00704472					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

A análise do rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico (mbr) baseia-se em 4.765 observações (pares empresa/ano) correspondentes a 677 empresas, ou seja, em média estão disponíveis 7 anos de atividade para cada empresa. Conforme decorre da análise da estatística qui-quadrado de Wald, o modelo é globalmente significativo (p -value = 0,000) mas a variabilidade explicada (R^2) alcança, globalmente, apenas os 1,66%, com relevo para a evolução das empresas (R^2 between = 7,41%) comparativamente às diferenças entre empresas (R^2 within = 0,53%). Com referência aos coeficientes específicos da governação das sociedades, regista-se a presença de apenas um estatisticamente significativo que evidencia uma relação positiva entre a variável pExec (percentagem de administradores com funções executivas), cuja variação unitária contribui para um aumento percentual ($b = 0,000$) no rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico.

No que se refere às variáveis de controlo, verifica-se uma relação negativa entre a dimensão e a variável de interesse (neste caso mbr), atendendo a que uma variação de 1% na dimensão se traduz numa ligeira diminuição do mbr. A pertença do país onde a empresa está sediada à União Europeia contribui para uma redução do mbr em 0,08% e,

em geral, as empresas registaram uma redução no seu mbr nos anos de crise mais acentuada (2008/09) na ordem dos 0,08%. Com referência aos diferentes setores de atividade, sem entrar numa análise detalhada para cada um deles, regista-se a significância estatística de alguns dos coeficientes apurados (apenas 3 e sempre com coeficientes negativos), o que revela diferenças entre setores de atividade, mas de caráter limitado a um conjunto restrito de setores.

Por fim, realça-se que o desvio-padrão estimado do efeito individual α_i é inferior ao desvio-padrão estimado do erro idiossincrático ε_{it} , ou seja, de acordo com Cameron e Trivedi (2010) o erro idiossincrático é mais relevante que a componente do erro específica às empresas (efeito aleatório). A fração da variância devida ao α_i é 0.

De forma similar ao que se fez com referência à rendibilidade do capital próprio, também neste caso se explorou o impacto da remoção da análise das empresas com rácios de valor de mercado sobre o valor contabilístico negativos. Os resultados apurados também evidenciam alterações relevantes (Quadro 13). Neste caso são perdidas apenas 97 observações, mas os resultados demonstram melhorias, nomeadamente ao nível da estatística qui-quadrado de Wald (Prob > $\chi^2 = 0,000$) e ao nível do R^2 (subindo o *between* de 7,41% para 22,05% e o global fixando-se em 17,96%). O número de variáveis de governação com coeficientes estatisticamente significativos também aumentou mas, pelas razões aduzidas na secção anterior, considera-se que a análise destes resultados deverá ser articulada com uma caracterização das observações removidas, nomeadamente quando à sua incidência temporal e setorial.

Quadro 13 – Resultados do rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico positivo

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico para a subamostra de empresas com rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico positivo utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.668 observações de 672 empresas distintas.

R-sq:		Obs per group:	
within	= 0.1482	min	= 1
between	= 0.2205	avg	= 6.9

MECANISMOS DE GOVERNAÇÃO, DESEMPENHO E RISCO DE EMPRESAS COTADAS

overall = 0.1796 max = 12

corr(u_i, X) = 0 (assumed) Wald chi2(42) = 847.74
Prob > chi2 = 0.0000

(Std. Err. adjusted for 672 clusters in emp)

LnMbrSoPos	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LnDimCA	.063024	.0659033	0.96	0.339	-.0661441	.1921922
pInd	.0012381	.0006173	2.01	0.045	.0000283	.0024479
pMul	-.0029858	.0014872	-2.01	0.045	-.0059007	-.000071
antCA	-.00781	.0076273	-1.02	0.306	-.0227593	.0071393
compCA	.0001803	.0005175	0.35	0.728	-.0008339	.0011946
nReun	-.015451	.0041164	-3.75	0.000	-.0235189	-.007383
cAud	-.062755	.1064245	-0.59	0.555	-.2713432	.1458332
cNom	-.1063647	.0583147	-1.82	0.068	-.2206593	.00793
cRem	-.0078527	.0908746	-0.09	0.931	-.1859636	.1702583
mExt	.0371955	.0106127	3.50	0.000	.016395	.0579959
pExec	.003468	.0013455	2.58	0.010	.0008309	.0061051
remCEO	-.1048487	.0397006	-2.64	0.008	-.1826604	-.027037
dual	-.0627386	.0461852	-1.36	0.174	-.15326	.0277828
antCEO	-.0146133	.0435086	-0.34	0.737	-.0998887	.070662
reelInd	.0285305	.0267657	1.07	0.286	-.0239293	.0809903
favTak	-.0029264	.0570617	-0.05	0.959	-.1147652	.1089124
igVoto	-.1282681	.0403622	-3.18	0.001	-.2073766	-.0491596
mAcc	.3194986	.4926882	0.65	0.517	-.6461526	1.28515
mAcc2	.0666815	.5965331	0.11	0.911	-1.102502	1.235865
sAcc5	-.6904048	.4246653	-1.63	0.104	-1.522734	.1419239
sAcc52	.4965666	.3453834	1.44	0.151	-.1803724	1.173506
cAcc5	-.0035259	.0167591	-0.21	0.833	-.0363731	.0293212
LnAtivo	-.2207355	.0232863	-9.48	0.000	-.2663759	-.1750952
eu	-.1570289	.1039381	-1.51	0.131	-.3607438	.046686
euro	-.0277748	.0701769	-0.40	0.692	-.165319	.1097694
crise	-.2544814	.016549	-15.38	0.000	-.2869168	-.222046
AUTMB	-.296023	.1774947	-1.67	0.095	-.6439063	.0518603
BRESR	-.6835735	.1769089	-3.86	0.000	-1.030309	-.3368385
CHMCL	.032944	.1484129	0.22	0.824	-.2579399	.3238279
CNSTM	-.1673275	.1467604	-1.14	0.254	-.4549727	.1203177
FDBEV	.131913	.189729	0.70	0.487	-.239949	.503775
FINSV	-.3587268	.2405229	-1.49	0.136	-.8301431	.1126895
HLTHC	.2546949	.1633605	1.56	0.119	-.0654859	.5748757
INDGS	.0500369	.1384727	0.36	0.718	-.2213646	.3214383
MEDIA	.205074	.195158	1.05	0.293	-.1774285	.5875766
OILGS	-.1944721	.1482855	-1.31	0.190	-.4851063	.0961622
PERHH	-.0142665	.1846838	-0.08	0.938	-.3762401	.347707
RLEST	-.8219749	.1408018	-5.84	0.000	-1.097941	-.5460085
RTAIL	.2200775	.1735693	1.27	0.205	-.1201121	.560267
TECNO	.0685626	.1653376	0.41	0.678	-.2554931	.3926183
TELCM	.406002	.1644303	2.47	0.014	.0837246	.7282794
TRLES	-.0841336	.1796667	-0.47	0.640	-.4362739	.2680067
_cons	4.591607	.3890645	11.80	0.000	3.829055	5.35416
sigma_u	.67276082					
sigma_e	.45802519					
rho	.68328968	(fraction of variance due to u_i)				

Centrando a análise nos coeficientes estatisticamente significativos, verifica-se que a independência do conselho de administração se reflete positivamente ($b = 0,001$) no mbr, ao passo que a maior percentagem de mulheres se associa a um mbr inferior ($b = -0,003$). A intensidade da atividade do conselho de administração, capturada pela frequência das reuniões, evidencia um coeficiente negativo ($b = -0,015$) e a rede externa dos

administradores, traduzida na pertença a outros conselhos de administração, apresenta um contributo positivo para o mbr ($b = 0,037$). A dimensão da comissão executiva também se revela positiva para um desempenho, medido pelo mbr, superior ($b = 0,003$). A remuneração variável do CEO ($b = -0,104$) e a igualdade de direitos de voto ($b = -0,128$), consideradas boas práticas de governação, apresentam coeficientes negativos conducentes à diminuição do mbr. A maior dimensão das empresas corresponde à redução do mbr ($b = -0,221$) e, nos anos de crise, também o mbr diminuiu ($b = -0,254$), como seria expectável.

5.2.2- Risco

Os resultados detalhados focam-se no risco total, neste caso expresso na forma de logaritmo natural do risco total (Quadro 14). A análise centrada no risco total baseia-se em 4.720 observações (pares empresa/ano) correspondentes a 667 empresas, ou seja, em média estão disponíveis cerca de 7 anos de atividade para cada empresa. Conforme decorre da análise da estatística qui-quadrado de Wald, o modelo é globalmente significativo ($p\text{-value} = 0,000$) e a variabilidade explicada (R^2) alcança, globalmente, os 45,04%, com relevo para a evolução das empresas (R^2 within = 49,83%) comparativamente às diferenças entre empresas (R^2 between = 41,09%).

Quadro 14 – Resultados do risco total

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse risco total utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abarcando o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.720 observações de 667 empresas distintas.

R-sq:		Obs per group:	
within = 0.4983		min =	1
between = 0.4109		avg =	7.1
overall = 0.4504		max =	12
		Wald chi2(42) =	4537.32
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Prob > chi2 =	0.0000

(Std. Err. adjusted for 667 clusters in emp)						
ln_rTotal	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
LnDimCA	-.0597325	.0275514	-2.17	0.030	-.1137323	-.0057327
pInd	-.0004023	.0003587	-1.12	0.262	-.0011055	.0003008
pMul	.0006083	.0005661	1.07	0.283	-.0005012	.0017178
antCA	-.0056514	.0028536	-1.98	0.048	-.0112444	-.0000585
compCA	-.0000955	.0002709	-0.35	0.724	-.0006266	.0004355
nReun	.0163633	.00176	9.30	0.000	.0129138	.0198127
cAud	-.0077012	.0380234	-0.20	0.839	-.0822256	.0668233
cNom	.05813	.0268958	2.16	0.031	.0054152	.1108448
cRem	.0179546	.0387083	0.46	0.643	-.0579123	.0938215
mExt	-.0179091	.0042768	-4.19	0.000	-.0262914	-.0095268
pExec	.000383	.0005562	0.69	0.491	-.0007073	.0014732
remCEO	.002104	.0161031	0.13	0.896	-.0294576	.0336655
dual	.0231064	.0233426	0.99	0.322	-.0226442	.0688571
antCEO	-.0146789	.0180367	-0.81	0.416	-.0500302	.0206723
reelInd	-.0642624	.010516	-6.11	0.000	-.0848733	-.0436514
favTak	.006169	.0270175	0.23	0.819	-.0467844	.0591223
igVoto	.0576941	.0158527	3.64	0.000	.0266233	.0887649
mAcc	.1703952	.2250942	0.76	0.449	-.2707813	.6115717
mAcc2	-.0528008	.2537901	-0.21	0.835	-.5502202	.4446186
sAcc5	.044359	.2010395	0.22	0.825	-.3496713	.4383892
sAcc52	-.1347907	.1599716	-0.84	0.399	-.4483294	.1787479
cAcc5	.0159045	.0079557	2.00	0.046	.0003117	.0314974
LnAtivo	-.0570364	.0077954	-7.32	0.000	-.0723151	-.0417577
eu	.0245922	.0419255	0.59	0.557	-.0575803	.1067647
euo	.0634791	.0232718	2.73	0.006	.0178672	.109091
crise	.4773061	.0087459	54.57	0.000	.4601644	.4944479
AUTMB	.4238842	.0600827	7.06	0.000	.3061243	.5416441
BRESR	.5421049	.055299	9.80	0.000	.4337207	.650489
CHMCL	.1785142	.0607194	2.94	0.003	.0595064	.2975221
CNSTM	.2746613	.0474396	5.79	0.000	.1816814	.3676411
FDBEV	.0097091	.052177	0.19	0.852	-.092556	.1119742
FINSV	.2432682	.0675692	3.60	0.000	.1108349	.3757015
HLTHC	.0562255	.0502956	1.12	0.264	-.042352	.154803
INDGS	.1865138	.0442335	4.22	0.000	.0998178	.2732099
MEDIA	.1763564	.0552443	3.19	0.001	.0680796	.2846332
OILGS	.4028926	.0518105	7.78	0.000	.3013458	.5044393
PERHH	.2140783	.0585265	3.66	0.000	.0993685	.328788
RLBST	.1100735	.0552567	1.99	0.046	.0017725	.2183746
RTAIL	.1534107	.0542737	2.83	0.005	.0470362	.2597851
TECNO	.2481019	.0562345	4.41	0.000	.1378843	.3583196
TELCM	.0426252	.0505011	0.84	0.399	-.0563553	.1416056
TRLES	.1605835	.0554205	2.90	0.004	.0519613	.2692057
_cons	-3.464214	.1341258	-25.83	0.000	-3.727096	-3.201333
sigma_u	.19077004					
sigma_e	.23521097					
rho	.39679718					(fraction of variance due to u_i)

Centrando a análise nos coeficientes dos regressores, registra-se a presença de vários estatisticamente significativos. Começando pela dimensão do conselho de administração, verifica-se que a relação é negativa e um incremento de 1% na dimensão do conselho de administração se traduz numa redução do risco total em 0,06% ($b = -0,060$), ou seja, quanto maior o conselho de administração menor o risco total da empresa. Com referência à antiguidade em funções dos membros do conselho de administração, também se regista uma relação negativa que implica que a maior experiência na empresa contribui para diminuir o risco total ($b = -0,006$), sendo que cada ano médio de experiência do conselho

de administração se traduz no decréscimo do risco total de 0,6%. A maior frequência das reuniões do conselho de administração, pelo contrário, contribui para aumentar o risco total ($b = 0,016$) com um acréscimo de uma unidade na frequência de reuniões a traduzir-se num acréscimo de 1,6% no risco total. Com referência à existência de uma comissão de nomeações, também se regista um impacto positivo no risco total ($b = 0,058$), ou seja, contribui para aumentar o risco total em 5,8%. Relativamente ao número médio de participações noutras administrações, um acréscimo unitário traduz-se numa diminuição do risco total na ordem de 1,8% ($b = -0,018$). No que se refere às regras que regem o funcionamento das empresas, verifica-se que a reeleição individual ($b = -0,064$) contribui para uma redução no risco total em 6% e, em sentido contrário, a igualdade de voto para todos os acionistas traduz-se num aumento do risco total em 6% ($b = 0,058$). O número de acionistas com posições acima de 5% revela uma influência positiva no risco total ($b = 0,016$). No que se refere às variáveis de controlo, verifica-se uma relação negativa entre a dimensão e o risco total ($b = -0,057$), atendendo a que uma variação de 1% na dimensão se traduz numa diminuição do risco de 0,06%. A pertença do país onde a empresa está sediada à zona Euro ($b = 0,063$) contribui para um aumento do risco total em 6,3% e, em geral, as empresas registaram um aumento no seu risco nos anos de crise mais acentuada (2008/09) na ordem dos 48% ($b = 0,477$). Com referência aos diferentes setores de atividade, sem entrar numa análise detalhada para cada um deles, regista-se a significância estatística dos coeficientes apurados, o que revela as diferenças entre setores de atividade e a importância da sua análise.

Por fim, realça-se que o desvio-padrão estimado do efeito individual α_i é inferior ao desvio-padrão estimado do erro idiosincrático ε_{it} , ou seja, de acordo com Cameron e Trivedi (2010) o erro idiosincrático é mais relevante que a componente do erro específica às empresas (efeito aleatório). A fração da variância devida ao α_i é 0,35. Os resultados referentes ao risco sistemático e ao risco idiosincrático também são apresentados no anexo 4, respetivamente, nos quadros 3 e 4.

5.2.3- Síntese dos resultados

Apurados os resultados com referência a cada variável de interesse, a análise global dos resultados obtidos permite colocar em evidência cada uma das variáveis independentes (Quadro 15). No caso das variáveis de desempenho são consideradas todas as observações embora, conforme se detalhou previamente, subsistam diferenças relevantes quando excluídas as observações correspondentes a desempenhos negativos.

Quadro 15 – Síntese dos resultados

O quadro apresenta a síntese dos resultados para as variáveis de interesse rentabilidade do capital próprio, rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico, rentabilidade do ativo, rácio q de Tobin, risco total, risco sistemático e risco idiosincrático utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de

administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Para cada variável independente e de controlo a primeira linha refere-se ao valor do coeficiente e a segunda ao respetivo p-value.

Variable	roe	mbr	roa	q	rTot	rSis	rId
LnDimCA	0.023	0.001	-0.024	0.058	-0.060	-0.012	-0.061
	0.2001	0.1468	0.0422	0.1220	0.0302	0.3771	0.0289
pInd	0.000	-0.000	0.000	0.001	-0.000	0.000	-0.001
	0.5670	0.9620	0.9636	0.0320	0.2621	0.2121	0.0625
pMul	-0.000	0.000	-0.001	-0.001	0.001	0.000	0.001
	0.2178	0.1930	0.0002	0.2667	0.2826	0.6879	0.0899
antCA	0.001	0.000	-0.002	0.000	-0.006	0.001	-0.007
	0.6645	0.2349	0.1367	0.9535	0.0477	0.6409	0.0224
compCA	0.000	-0.000	-0.000	-0.000	-0.000	0.000	0.000
	0.8917	0.6234	0.9594	0.9344	0.7244	0.0414	0.8569
nReun	-0.001	0.000	-0.003	-0.007	0.016	0.001	0.020
	0.2504	0.6803	0.0003	0.0001	0.0000	0.4162	0.0000
cAud	-0.007	0.000	-0.029	-0.010	-0.008	0.012	-0.024
	0.5655	0.8563	0.3382	0.8801	0.8395	0.5702	0.5202
cNom	0.030	-0.000	-0.003	-0.044	0.058	0.016	0.052
	0.2945	0.5476	0.7301	0.1708	0.0307	0.2187	0.0448
cRem	-0.033	-0.001	-0.030	-0.087	0.018	0.008	0.009
	0.1884	0.1609	0.1133	0.1538	0.6428	0.7039	0.8020
mExt	0.003	0.000	0.004	0.017	-0.018	-0.004	-0.012
	0.1568	0.1288	0.0097	0.0028	0.0000	0.0555	0.0032
pExec	0.001	0.000	0.000	0.001	0.000	-0.000	0.001
	0.2134	0.0077	0.0389	0.1676	0.4912	0.5949	0.0684
remCEO	0.000	-0.000	-0.013	-0.061	0.002	-0.003	-0.006
	0.9377	0.9712	0.0278	0.0028	0.8960	0.7241	0.7366
dual	-0.003	0.000	-0.009	-0.012	0.023	0.004	0.021
	0.3446	0.8597	0.2350	0.6052	0.3222	0.6683	0.4083
antCEO	-0.003	-0.000	-0.003	0.002	-0.015	-0.010	-0.010
	0.2000	0.1875	0.6993	0.9427	0.4157	0.2026	0.5697
reelInd	-0.002	-0.000	-0.004	0.028	-0.064	-0.022	-0.048
	0.5535	0.2967	0.3686	0.0266	0.0000	0.0000	0.0000
favTak	0.004	0.000	0.010	0.028	0.006	0.017	-0.011
	0.2488	0.4091	0.4068	0.4999	0.8194	0.2007	0.7159
igVoto	0.007	0.000	-0.019	-0.066	0.058	-0.006	0.057
	0.5251	0.6427	0.0006	0.0008	0.0003	0.4304	0.0008
mAcc	-0.091	0.006	0.014	0.030	0.170	0.125	0.144
	0.2431	0.2652	0.8783	0.9044	0.4491	0.2042	0.5193
mAcc2	0.021	-0.001	-0.049	0.270	-0.053	-0.067	-0.074
	0.7621	0.7778	0.7031	0.3593	0.8352	0.5258	0.7585
sAcc5	0.097	-0.007	-0.004	-0.310	0.044	-0.149	0.025
	0.3100	0.1397	0.9617	0.1803	0.8254	0.1242	0.9053
sAcc52	-0.043	0.004	0.019	0.106	-0.135	0.058	-0.033
	0.3705	0.2293	0.7930	0.6007	0.3995	0.4566	0.8428
cAcc5	-0.002	0.000	-0.000	0.000	0.016	0.008	0.009
	0.7258	0.1814	0.8925	0.9544	0.0456	0.0453	0.2947
LnAtivo	0.001	-0.000		-0.189	-0.057	0.027	-0.100
	0.7568	0.0280		0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
eu	-0.016	-0.001	0.013	-0.170	0.025	-0.002	0.019
	0.4946	0.0464	0.5179	0.0133	0.5575	0.9192	0.6409
euro	0.008	0.000	-0.022	-0.002	0.063	0.020	0.058
	0.6655	0.2866	0.0154	0.9607	0.0064	0.0681	0.0188

crise	-0.004	-0.001	-0.024	-0.153	0.477	-0.019	0.457
	0.0436	0.0015	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
AUTMB	-0.010	-0.001	-0.029	-0.049	0.424	0.281	0.281
	0.1732	0.0168	0.0795	0.5614	0.0000	0.0000	0.0000
BRESR	-0.018	-0.001	-0.003	-0.289	0.542	0.301	0.394
	0.1940	0.0182	0.9041	0.0009	0.0000	0.0000	0.0000
CHMCL	0.000	-0.000	0.017	0.050	0.179	0.173	0.050
	0.9580	0.7253	0.2847	0.5259	0.0033	0.0000	0.4182
CNSTM	-0.097	0.000	-0.027	-0.136	0.275	0.177	0.143
	0.2829	0.6625	0.0830	0.0523	0.0000	0.0000	0.0044
FDDEV	0.007	-0.001	0.003	0.032	0.010	-0.002	-0.017
	0.6453	0.0891	0.8199	0.7174	0.8524	0.9155	0.7594
FINSV	0.003	0.000	0.030	-0.165	0.243	0.182	0.056
	0.8128	0.9800	0.3376	0.2476	0.0003	0.0000	0.4506
HLTHC	0.007	0.000	0.006	0.252	0.056	0.021	0.011
	0.6707	0.2508	0.8185	0.0068	0.2636	0.3361	0.8334
INDGS	0.011	-0.000	0.007	-0.017	0.187	0.171	0.065
	0.3368	0.7692	0.4848	0.7981	0.0000	0.0000	0.1513
MEDIA	0.011	0.001	0.012	0.177	0.176	0.140	0.071
	0.5118	0.3567	0.6553	0.1110	0.0014	0.0000	0.2132
OILGS	-0.002	-0.000	0.002	-0.076	0.403	0.216	0.281
	0.7777	0.9001	0.8788	0.3273	0.0000	0.0000	0.0000
PERHH	0.009	-0.000	0.015	0.050	0.214	0.138	0.111
	0.5225	0.3828	0.3535	0.6219	0.0003	0.0000	0.0378
RLEST	-0.016	-0.001	-0.058	-0.460	0.110	0.113	0.026
	0.0927	0.0005	0.0000	0.0000	0.0464	0.0000	0.6501
RTAIL	0.006	0.000	0.024	0.097	0.153	0.087	0.090
	0.6626	0.9391	0.2057	0.2974	0.0047	0.0001	0.1021
TECNO	-0.000	-0.000	0.011	0.063	0.248	0.173	0.135
	0.9674	0.9747	0.4993	0.5281	0.0000	0.0000	0.0226
TELCM	0.009	0.000	0.018	0.188	0.043	-0.005	0.022
	0.2281	0.5619	0.1646	0.0089	0.3986	0.8268	0.6886
TRLES	0.019	-0.001	0.002	-0.061	0.161	0.134	0.084
	0.2323	0.0812	0.9178	0.4482	0.0038	0.0000	0.1612
_cons	6.873	7.651	0.199	3.570	-3.464	0.270	-2.889
	0.0000	0.0000	0.0048	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000
N	4712	4765	4751	4765	4720	4728	4727
chi2	85.455	169.927	238.388	921.630	4537.320	704.183	3764.317
p	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
r2_o	0.012	0.017	0.054	0.266	0.450	0.263	0.472
r2_b	0.061	0.074	0.042	0.311	0.411	0.400	0.448
r2_w	0.001	0.005	0.055	0.213	0.498	0.032	0.494
sigma_u	0.136	0.000	0.089	0.372	0.191	0.095	0.205
sigma_e	0.161	0.007	0.086	0.226	0.235	0.105	0.229
rho	0.415	0.000	0.513	0.730	0.397	0.450	0.445

A síntese permite verificar que os mecanismos de governação das sociedades se revelam mais importantes para compreender o risco das empresas em análise do que o seu desempenho. Os modelos, sendo estatisticamente significativos (embora com diferenças apreciáveis na magnitude da estatística qui-quadrado de Wald), apresentam diferentes contributos para compreender as variáveis de interesse, também aqui se realçando o risco (R^2 total = 45% vs. 1,2% e 1,7% no caso da rendibilidade do capital próprio e do rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico das empresas ou 26,6% e 5,4% no caso do rácio q de Tobin e da rendibilidade do ativo). No caso do risco total e do risco idiosincrático releva-se a importância da variabilidade intraempresa ao passo que, no caso das variáveis de desempenho e do risco sistemático, a variabilidade entre empresas se apresenta superior.

Percorrendo cada um dos mecanismos de governação considerados no âmbito do estudo, considerando todas as observações, assinala-se que a dimensão do conselho de administração influencia negativamente a rendibilidade do ativo ($b = -0,024$), o risco total

($b = -0,060$) e o risco idiossincrático ($b = -0,061$). Ainda no âmbito do conselho de administração, a independência revela-se determinante do rácio q de Tobin ($b = 0,001$), enquanto que a diversidade de género apenas influencia negativamente a rendibilidade do ativo ($b = -0,001$). A antiguidade dos membros do conselho de administração não influencia o desempenho, mas influencia negativamente o risco total ($b = -0,006$) e o risco idiossincrático ($b = -0,007$), ao passo que as competências dos administradores apenas apresentam coeficiente estatisticamente significativo para o risco sistemático ($b = 0,000$). A atividade do conselho de administração, expressa na frequência de reuniões, influencia negativamente a rendibilidade do ativo ($b = -0,003$) e o rácio q de Tobin ($b = -0,007$) e positivamente o risco total ($b = 0,016$) e o risco idiossincrático ($b = -0,02$). No que se refere às comissões do conselho de administração, apenas a comissão de nomeações apresenta coeficiente estatisticamente significativo e positivo relativamente ao risco total ($b = 0,058$) e ao risco idiossincrático ($b = 0,052$). Por fim, no que se refere à rede de relações externas dos membros do conselho de administração, expressas em termos do número médio de posições de administração assumidas noutras empresas, verifica-se o contributo positivo para o desempenho aferido pela rendibilidade do ativo ($b = 0,004$) e pelo rácio q de Tobin ($b = 0,017$) e negativo para o risco total ($b = -0,019$) e risco idiossincrático ($b = -0,012$).

Focalizando a análise na comissão executiva, a sua dimensão adicional é relevante para o desempenho medido pelo rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa ($b = 0,000$) e rendibilidade do ativo ($b = 0,000$), não se identificando relação estatisticamente significativa com a rendibilidade do capital próprio, rácio q de Tobin ou o risco nas suas diferentes vertentes. As características do CEO, nomeadamente a sua dualidade ou o facto do presidente do conselho de administração ter sido previamente CEO, não parecem exercer qualquer influência no desempenho ou no risco empresariais. Porém, a remuneração influencia negativamente a rendibilidade do ativo ($b = -0,013$) e o rácio q de Tobin ($b = -0,061$). Por fim, no que se refere às regras societárias, verifica-se que a reeleição individual dos membros do conselho de administração se reflete negativamente no risco total, sistemático e idiossincrático ($b = -0,064$, $b = -0,022$, $b = -0,048$) e positivamente no rácio q de Tobin ($b = 0,028$) ao passo que a igualdade de votos tem implicações positivas no risco total e idiossincrático ($b = 0,058$, $b = 0,057$) e negativas no desempenho aferido pela rendibilidade do ativo ($b = -0,019$) e pelo rácio q de Tobin ($b = -0,066$). Não há evidência que as regras societárias relativas às aquisições (*takeovers*) também exerçam influência no risco ou no desempenho. O perfil acionista também não apresenta qualquer coeficiente estatisticamente significativo na análise do desempenho e do risco, com exceção da influência positiva do número de acionistas com posições iguais ou superiores a 5% no risco total ($b = 0,016$) e no risco sistemático ($b = 0,008$).

No que se refere às variáveis de controlo, verifica-se que a dimensão da empresa e a pertença à União Europeia se associam a níveis mais baixos do rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico (mbr) ($b = -0,000$ e $b = -0,001$, respetivamente) e do rácio q de Tobin ($b = -0,189$ e $b = -0,170$) e que a dimensão apresenta coeficientes significativos para todas as variáveis de risco ($b = -0,057$, $b = 0,027$ e $b = -0,1$), embora com sinais distintos. A pertença à zona euro associa-se a menor rendibilidade do ativo ($b = -0,022$) e superior risco total ($b = 0,063$) e idiossincrático ($b = 0,058$). Quando

considerados os anos de crise mais acentuada (2008/09), os resultados revelam coeficientes estatisticamente significativos para todas as variáveis de interesse sendo negativos para as variáveis de desempenho e o risco sistemático (respectivamente, $b = -0,004$, $b = -0,001$, $b = -0,024$, $b = -0,153$ e $b = -0,019$) e positivos para o risco total ($b = 0,477$) e risco idiossincrático ($b = 0,457$). No caso do setor de atividade, são observáveis coeficientes estatisticamente significativos com maior frequência quando se estuda o risco empresarial do que quando se estuda o desempenho empresarial.

5.3- Testes de especificação

Os testes de especificação (nomeadamente o teste de Hausman para efeitos fixos) são baseados nas regressões de efeitos fixos (FE) e de efeitos aleatórios (RE). Porém, não é possível utilizar os resultados apurados com o cálculo dos desvios-padrão robustos, ou seja, são utilizados os valores calculados por defeito pelo Stata, o que constitui uma limitação. Para aferir a implicação desta limitação no âmbito da presente análise optou-se por estudar as diferenças obtidas com (re_rob) e sem desvios-padrão robustos (re) para o caso do risco empresarial (Anexo 4, Quadro 5). Para além do coeficiente e do desvio padrão (se), também se apresenta o *p-value* para identificar mais facilmente as implicações práticas das diferenças nas estimativas do desvio padrão.

Apesar de existirem diferenças, com maior ou menor amplitude, em nenhum dos casos essas diferenças assumem uma expressão tão elevada que altere as conclusões sobre a relevância de cada uma das variáveis independentes em análise. A qualidade do modelo também não difere. Para confirmação adicional, repetiu-se a análise para a rendibilidade do capital próprio (Anexo 4, Quadro 6). Neste caso são perceptíveis diferenças com maior amplitude e no caso da comissão de nomeações, dos anos de crise e do setor da construção e materiais. Assim, a diferente forma de cálculo do desvio-padrão traduz-se em diferentes decisões sobre a significância dos coeficientes.

Aprofundando a análise, realizou-se para cada uma das variáveis de interesse o teste de Hausman para efeitos fixos. Este teste é discutido por Cameron e Trivedi (2010) e Baltagi (2013), salientando-se que o teste se baseia na comparação dos estimadores FE e RE (aplicável a todos os regressores ou apenas aos que são considerados mais relevantes), sendo a hipótese nula de semelhança dos estimadores e a hipótese alternativa de diferença dos estimadores. Assim, neste quadro, rejeitar a hipótese nula ($p \leq 0,05$) significa rejeitar que os estimadores RE são consistentes. Entretanto, têm surgido algumas críticas à utilização do teste de Hausman²³⁷, razão pela qual, para além de observar o resultado do teste, importa compreender quais as características a tomar em atenção para fundamentar apropriadamente a escolha entre modelos. A este propósito, para além do resultado do

²³⁷ Baltagi (2013) sublinha que a prática assumida por múltiplos investigadores de interpretarem a rejeição como uma indicação para utilizar o modelo FE e vice-versa é infeliz, pois rejeitar a hipótese nula do teste de Hausman sobre a inconsistência do estimador RE não significa que as restrições de FE são satisfeitas, razão pela qual se devem testar as condições para FE antes de tomar a decisão sobre a sua adequação.

teste Hausman, Baltagi (2013) recomenda que se tome em consideração outros aspetos subjacentes à adequação dos modelos, por exemplo, ao nível da endogeneidade²³⁸ e exogeneidade dos regressores. Apesar dos indícios que podem decorrer da análise da variabilidade *within* e *between*, ou dos desvios-padrão de α_i e ε_i , o teste de Hausman é geralmente destacado pelo contributo relevante para a decisão entre os modelos de efeitos fixos e efeitos aleatórios. No entanto, conforme realçam Cameron e Trivedi (2010), o teste de Hausman recorre aos desvios-padrão standard calculados pelo Stata, o que conduz a resultados errados, caso os desvios padrão *cluster-robust* sejam muito diferentes dos primeiros (o que já se verificou, conforme referido, a propósito da rendibilidade do capital próprio em que as diferenças são significativas, distintamente do risco total). Nesses casos, será conveniente recorrer à versão robusta do teste de Hausman cujo cálculo é mais complexo especialmente, como é o caso do presente trabalho, estejamos perante um painel não equilibrado (Baltagi, 2013, sugerem o cálculo do teste de Hausman com base em FE vs. BE para obviar a alguns dos problemas identificados).

No caso da rendibilidade do capital próprio desenvolveu-se o teste de Hausman para efeitos fixos (Quadro 16).

Quadro 16 – Teste de Hausman para efeitos fixos – rendibilidade do capital próprio

O quadro apresenta os resultados do teste de Hausman para efeitos fixos, considerando a variável de interesse rendibilidade do capital próprio, com recurso ao comando hausman FE RE, sigmamore no programa Stata. O teste baseia-se na comparação dos estimadores de efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE). A hipótese nula implica que a diferença nos coeficientes não é sistemática. São apresentados os coeficientes obtidos. A diferença dos coeficientes é apresentada na coluna identificada com (b – B) e o respetivo erro padrão apresentado na coluna seguinte. As variáveis independentes consideradas são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009. As linhas chi2(24) e Prob>chi2 apresentam, respetivamente, o valor do teste de qui-quadrado e o p-value. Os dados, abarcando o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados com a base de dados e Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas).

Variáveis	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) FE	(B) RE	(b – B) Difference	
LnDimCA	.0000801	.0229665	-.0228864	.013028
pInd	.0001007	.00006	.0000407	.0001154
pMul	-.0001852	-.0002693	.0000841	.0002031

²³⁸ Ainda, de acordo com Baltagi (2013), a endogeneidade conduz a que o estimador FE seja inconsistente e, por esse motivo, invalida o teste de Hausman.

Variáveis	Coefficients		(b – B) Difference	sqrt(diag(V_b- V_B)) S.E.
	(b) FE	(B) RE		
antCA	.0000209	.0006989	-.000678	.0012357
compCA	.0000638	8.80e-06	.000055	.0000514
nReun	-.0015564	-.0009622	-.0005943	.0005364
cAud	.0012237	-.0067762	.0079999	.0168281
cNom	-.0031461	.0301201	-.0332662	.010597
cRem	-.0050087	-.0331266	.0281179	.0175961
mExt	.0013721	.0032125	-.0018404	.0010682
pExec	.0003391	.0005443	-.0002051	.0002554
remCEO	-.0067611	.000398	-.0071591	.0058449
dual	-.0039844	-.0029239	-.0010605	.0069518
antCEO	-.0047082	-.0032602	-.001448	.0058779
reelInd	-.0016271	-.0018163	.0001892	.0023019
favTak	.0039162	.0037781	.0001381	.0103963
igVoto	-.0075016	.0067972	-.0142988	.0052733
mAcc	-.1578533	-.0908287	-.0670246	.0470137
mAcc2	.0548976	.0210975	.0338001	.0605391
sAcc5	.198294	.0971797	.1011143	.0406998
sAcc52	-.1203674	-.0426724	-.077695	.0353878
cAcc5	-.0041763	-.0021103	-.0020659	.0016532
LnAtivo	.0071896	.001219	.0059706	.008152
crise	-.003719	-.0035685	-.0001506	.0012988
chi2(24)		38.28		
Prob>chi2		0.0325		

Os dados apurados permitem realizar um teste t de student às diferenças entre os coeficientes que resultam da regressão FE e da regressão RE. De acordo com a tabela específica, assumindo $\alpha = 0,05$ (bilateral) e n a tender para infinito, consideram-se estatisticamente significativas as estatísticas t superiores, em valor absoluto, a 1,960. Assim, são significativas as diferenças nos coeficientes das variáveis cNom (comissão de nomeações), igVoto (igualdade de votos entre acionistas) e sAcc5 e sAcc5² (referentes ao somatório das participações acionistas dos acionistas com 5% ou mais das ações). Globalmente, analisando o resultado do teste de qui-quadrado, o p-value obtido (0,0325), de acordo com Cameron e Trivedi (2010) leva à rejeição da hipótese sobre a consistência das estimativas obtidas através dos regressores de efeitos aleatórios. Ou seja, à luz destes resultados, não se deveria utilizar o modelo de efeitos aleatórios.

Com referência ao rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico, os resultados são apresentados no quadro 17.

Quadro 17 – Teste de Hausman para efeitos fixos – rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico

O quadro apresenta os resultados do teste de Hausman para efeitos fixos, considerando a variável de interesse o rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico, com recurso ao comando hausman FE RE, sigmamore no programa Stata. O teste baseia-se na comparação dos estimadores de efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE). A hipótese nula implica que a diferença nos coeficientes não é sistemática. São apresentados os coeficientes obtidos. A diferença dos coeficientes é apresentada na coluna identificada com (b – B) e o respetivo erro padrão apresentado na coluna seguinte. As variáveis independentes consideradas são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de

administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009. As linhas chi2(24) e Prob>chi2 apresentam, respetivamente, o valor do teste de qui-quadrado e o p-value. Os dados, abarcando o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados com a base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas).

Variáveis	Coefficients			sqrt(diag(V_b- V_B)) S.E.
	(b) FE	(B) RE	(b - B) Difference	
LnDimCA	-.000127	.0005858	-.0007128	.0007916
pInd	.0000123	-1.50e-07	.0000125	7.81e-06
pMul	.0000284	.0000137	.0000147	.0000139
antCA	.0001929	.0000441	.0001488	.0000741
compCA	3.44e-06	-2.17e-06	5.61e-06	4.32e-06
nReun	.0000618	.0000114	.0000504	.0000366
cAud	-.0009009	.0000932	-.0009941	.001125
cNom	-.0004972	-.0001224	-.0003748	.0006758
cRem	.0005745	-.0007236	.0012981	.001125
mExt	.0001774	.0001054	.000072	.0000823
pExec	.0000446	.0000154	.0000293	.0000158
remCEO	-.0001222	-7.12e-06	-.0001151	.0003943
dual	.0000836	.0000587	.0000249	.0004782
antCEO	-.0004597	-.0003612	-.0000985	.0004399
reelInd	.0002568	-.0002022	.000459	.000187
favTak	-.0001005	.0001853	-.0002858	.0006976
igVoto	-.00018	.0001099	-.0002899	.00037
mAcc	.0068506	.0061191	.0007316	.0038918
mAcc2	-.002596	-.0014013	-.0011947	.0046506
sAcc5	-.0050681	-.0065431	.001475	.0035139
sAcc52	.0023916	.0040148	-.0016233	.0029504
cAcc5	.0002477	.0003297	-.000082	.0001416
LnAtivo	-.0008869	-.0003756	-.0005113	.0003964
crise	-.0007571	-.0008099	.0000528	.0000843
chi2(24)			25.69	
Prob>chi2			0.3690	

Da mesma forma, foram realizados testes t de student às diferenças entre os coeficientes que resultam das regressões FE e RE. Considerando o valor crítico de 1,960, são significativas as diferenças nos coeficientes das variáveis antCA (antiguidade média dos membros do conselho de administração) e reelInd (reeleição individual dos membros do conselho de administração). Globalmente, analisando o resultado do teste de qui-quadrado, o p-value obtido (0,3690), de acordo com Cameron e Trivedi (2010) leva à não rejeição da hipótese sobre a consistência das estimativas obtidas através dos regressores de efeitos aleatórios.

Por fim, repetida a análise no caso do risco total, os resultados são apresentados no quadro 18.

Quadro 18 – Teste de Hausman para efeitos fixos – risco total

O quadro apresenta os resultados do teste de Hausman para efeitos fixos, considerando a variável de interesse o risco total, com recurso ao comando `hausman FE RE, sigmamore` no programa Stata. O teste baseia-se na comparação dos estimadores de efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE). A hipótese nula implica que a diferença nos coeficientes não é sistemática. São apresentados os coeficientes obtidos. A diferença dos coeficientes é apresentada na coluna identificada com (b – B) e o respetivo erro padrão apresentado na coluna seguinte. As variáveis independentes consideradas são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009. As linhas `chi2(24)` e `Prob>chi2` apresentam, respetivamente, o valor do teste de qui-quadrado e o p-value. Os dados, abarcando o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados com a base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas).

Variáveis	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) FE	(B) RE	(b – B) Difference	
LnDimCA	-.0523787	-.0625808	.0102021	.022429
pInd	-.0003623	-.0004887	.0001265	.0002045
pMul	.000743	.000628	.000115	.0003528
antCA	-.0051921	-.0055825	.0003904	.0021098
compCA	-.0002912	-.0000788	-.0002124	.0000908
nReun	.0161038	.0164523	-.0003485	.0009306
cAud	-.0227581	-.0090363	-.0137217	.0294007
cNom	.0712294	.057327	.0139024	.0181747
cRem	.054952	.0163922	.0385597	.0308518
mExt	-.0181721	-.0186446	.0004725	.0018729
pExec	.0020637	.0002736	.0017902	.0004369
remCEO	.0433384	.0008536	.0424848	.0102021
dual	.0089238	.0255519	-.0166282	.0120427
antCEO	-.0124193	-.012389	-.0000303	.0103522
reelInd	-.0798829	-.063088	-.0167949	.0040944
favTak	.0039173	.0041077	-.0001904	.0180168
igVoto	.0692819	.0600693	.0092126	.0092413
mAcc	.2663943	.141641	.1247533	.083401
mAcc2	.0354858	.0473305	-.0118447	.1064074
sAcc5	-.0423857	.0763468	-.1187325	.0726068
sAcc52	-.1599436	-.1734746	.013531	.0627433
cAcc5	.0230508	.0153462	.0077046	.0029588
LnAtivo	-.0653776	-.057951	-.0074266	.0134245
crise	.473165	.4792867	-.0061216	.0022252
chi2(24)			76.38	
Prob>chi2			0.0000	

Também, relativamente ao risco total, foram realizados testes t de *student* às diferenças entre os coeficientes que resultam das regressões FE e RE. Considerando novamente o

valor crítico de 1,960, os resultados apurados revelam diferenças estatisticamente significativas para as variáveis pExec (percentagem de membros executivos do conselho de administração, $t = 4,098$), remCEO (remuneração do CEO em linha com os objetivos dos acionistas, $t = 4,164$), reelInd (reeleição individual dos membros do conselho de administração, $t = -4,102$), cAcc5 (número de acionistas com participações idênticas ou acima de 5%, $t = 2,604$) e crise (variável de controlo que identifica os anos 2008/09, $t = -2,751$). Globalmente, analisando o resultado do teste de qui-quadrado, o p-value obtido (0,0000), de acordo com Cameron e Trivedi (2010), leva à rejeição inequívoca da hipótese sobre a consistência das estimativas obtidas através dos regressores de efeitos aleatórios. Ou seja, à luz destes resultados, não se deveria utilizar o modelo de efeitos aleatórios. No que se refere à rendibilidade do ativo, rácio q de Tobin, risco sistemático e risco idiossincrático, os resultados apurados (não reproduzidos neste documento) também recomendam a não utilização do modelo de efeitos aleatórios. Porém, dada a argumentação apresentada previamente (especialmente por Pathan, 2009), considera-se que apesar dos resultados do teste de Hausman a utilização de modelo de efeitos aleatórios é mais apropriada para os dados em análise.

5.4- Especificações alternativas

Em complemento à análise realizada e detalhada nas secções anteriores, foram testadas especificações alternativas que decorrem, no essencial, da análise da literatura que recorre à análise de dados em painel, englobando também a que se refere especificamente à governação das sociedades, conforme detalhe avançado na subsecção 4.6.4. Para efeito do estudo das implicações decorrentes de especificações alternativas selecionaram-se a rendibilidade do capital próprio, o rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico e o risco total. Por facilidade na exposição e economia de espaço, é feita a identificação de cada uma das especificações alternativas e, posteriormente, são apresentados os resultados agregados para cada variável de interesse (Quadro 19).

Especificação alternativa 1:

Estimador das primeiras diferenças (*First-difference estimator – Van Essen et al., 2013*)

Especificação alternativa 2:

Efeitos desfasados da governação das sociedades (*Westphal e Graebner, 2010*)

Especificação alternativa 3:

Painéis não balanceados (*Unbalanced nested error componente model, Baltagi, 2013, pp. 203-209*)

Especificação alternativa 4:

Desempenho prévio – modelo dinâmico (*Dynamic GMM estimation (Wintoki et al., 2012)*)

Quadro 19 – Especificações alternativas – síntese dos resultados

O quadro sintetiza os resultados (através da apresentação do sinal dos coeficientes estatisticamente significativos, ou seja, $p \leq 0,05$, considerando-se testes bilaterais) apurados para os diferentes modelos (especificações alternativas) de análise utilizados, nomeadamente, regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios (especificação base – colunas A e B), estimador das primeiras diferenças (especificação alternativa 1 – colunas C e D), efeitos desfasados da governação das sociedades (especificação alternativa 2 – colunas E e F), painéis não balanceados (especificação alternativa 3 – colunas G e H) e, finalmente, modelo dinâmico considerando o desempenho ou risco prévio (especificação alternativa 4 – colunas I e J). As colunas B, D, F, H e J correspondem às análises em que foram excluídas as observações em que a rentabilidade do capital próprio e o rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico era negativo. A utilização de cor vermelha visa identificar os modelos que não são estatisticamente significativos. A primeira linha apresenta os p-values dos diferentes modelos de análise. As variáveis de interesse consideradas são o logaritmo natural da rentabilidade do capital próprio (LnROE), logaritmo natural do rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico (LnMBR) e o logaritmo natural do risco total (LnRisco Total). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutras conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelnd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo – logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos identifica os anos 2008 e 2009, setor - refere-se, quando aplicável, ao número de setores com coeficientes estatisticamente significativos, L2 refere-se ao desfasamento de dois anos no desempenho e L4 refere-se ao desfasamento de quatro anos no desempenho. Os dados, abarcando o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas).

	(A) GLS	(B) GLS (+)	(C) fde	(D) fde (+)	(E) ed	(F) ed (+)	(G) nec	(H) nec (+)	(I) dGMM	(J) dGMM (+)
p-value										
LnROE	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,601	0,000	0,000	0,000
LnMBR	0,000	0,000	0,005	0,000	0,000	0,000	0,002	0,000	0,002	0,000
LnRiscoTotal	0,000	n.a.	0,000	n.a.	0,000	n.a.	0,000	n.a.	0,000	n.a.
LnDimCA										
LnROE							(+)			(+)
LnMBR										
LnRiscoTotal	(-)				(-)		(-)			
pInd										
LnROE										
LnMBR		(+)						(+)		
LnRiscoTotal										
pMul										
LnROE		(-)				(-)		(-)		
LnMBR		(-)						(-)		
LnRiscoTotal										
antCA										
LnROE				(-)		(-)		(-)		
LnMBR										
LnRiscoTotal	(-)						(-)			
compCA										
LnROE									(-)	
LnMBR						(+)				
LnRiscoTotal										
nReun										

	(A) GLS	(B) GLS (+)	(C) fde	(D) fde (+)	(E) ed	(F) ed (+)	(G) nec	(H) nec (+)	(I) dGMM	(J) dGMM (+)
LnROE								(-)		
LnMBR		(-)		(-)				(-)		
LnRiscoTotal	(+)		(+)		(+)		(+)		(+)	
cAud										
LnROE										(-)
LnMBR										
LnRiscoTotal			(+)							
cNom										
LnROE							(+)			
LnMBR										
LnRiscoTotal	(+)						(+)			
cRem										
LnROE										
LnMBR										
LnRiscoTotal										
mExt										
LnROE		(+)				(+)		(+)		(+)
LnMBR		(+)				(+)		(+)	(+)	(+)
LnRiscoTotal	(-)		(-)		(-)		(-)		(-)	
pExec										
LnROE		(+)		(+)				(+)		
LnMBR	(+)	(+)						(+)		(+)
LnRiscoTotal										
remCEO										
LnROE			(-)							
LnMBR		(-)		(-)				(-)		
LnRiscoTotal			(+)							
dual										
LnROE										
LnMBR										
LnRiscoTotal										
antCEO										
LnROE										
LnMBR						(-)				
LnRiscoTotal										
reelInd										
LnROE										
LnMBR						(+)				
LnRiscoTotal	(-)				(-)		(-)			
favTak										
LnROE										
LnMBR										
LnRiscoTotal										
igVoto										
LnROE		(-)				(-)		(-)		
LnMBR		(-)		(-)				(-)		
LnRiscoTotal	(+)				(+)		(+)			
mAcc										
LnROE										
LnMBR										
LnRiscoTotal										
mAcc2										
LnROE										
LnMBR										
LnRiscoTotal										
sAcc5										
LnROE										
LnMBR										
LnRiscoTotal										
sAcc52										
LnROE										
LnMBR										
LnRiscoTotal										
cAcc5										
LnROE								(+)		

	(A) GLS	(B) GLS (+)	(C) fde	(D) fde (+)	(E) ed	(F) ed (+)	(G) nec	(H) nec (+)	(I) dGMM	(J) dGMM (+)
LnMBR										
LnRiscoTotal	(+)									
LnAtivo										
LnROE		(-)				(-)		(-)		(-)
LnMBR	(-)	(-)		(-)	(-)	(-)	(-)	(-)		(-)
LnRiscoTotal	(-)				(-)		(-)			
eu										
LnROE										
LnMBR	(-)									
LnRiscoTotal										
euro										
LnROE		(-)				(-)		(-)		
LnMBR										
LnRiscoTotal	(+)						(+)			
crise										
LnROE	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)		(-)	(-)	(-)
LnMBR	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
LnRiscoTotal	(+)		(+)		(+)		(+)		(+)	(-)
setor										
LnROE	(0)	(2)			(0)	(2)			(0)	(1)
LnMBR	(3)	(3)			(3)	(3)			(0)	(3)
LnRiscoTotal	(13)				(12)				(8)	
L2										
LnROE										(+)
LnMBR										(+)
LnRiscoTotal									(+)	
L4										
LnROE									(+)	(+)
LnMBR										(+)
LnRiscoTotal										(+)

Os resultados, sintetizados com a indicação do sinal dos coeficientes estatisticamente significativos, revelam a existência de múltiplas especificações com significância estatística, embora com variedade em termos da significância específica dos coeficientes das variáveis de governação e controlo (Quadro 19). Começando pelo conselho de administração, verifica-se que a dimensão apenas apresenta coeficiente estatisticamente significativo, quando a variável de interesse é a rentabilidade do capital próprio, no caso da especificação alternativa 4 restrita às empresas com desempenho contabilístico positivo. No caso do risco total, 3 das especificações testadas revelam uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e o risco total. No caso da percentagem de administradores independentes, apenas se verifica a existência de coeficientes estatisticamente significativos em 2 especificações para o rácio desempenho de mercado (mbr), considerando apenas o grupo de empresas com mbr positivo. No que se refere à nomeação de mulheres para o conselho de administração, sobressaem os coeficientes negativos para os grupos de empresas com desempenho contabilístico (roe) e desempenho de mercado (mbr) positivos. A antiguidade dos membros do conselho de administração distingue-se por apresentar coeficientes negativos em especificações para o risco total mas, também, em 3 das especificações para o grupo de empresas com desempenho contabilístico positivo. As competências dos membros do conselho de administração apresentam coeficiente positivo numa das especificações do desempenho de mercado (mbr) e negativo numa das especificações do desempenho contabilístico (roe). O número de reuniões, considerado um indicador da atividade do conselho de administração, revela um coeficiente positivo em todas as especificações para o risco total e, no caso do grupo com desempenho positivo, apresenta um coeficiente negativo. No

caso das comissões do conselho de administração, verifica-se que a presença da comissão de auditoria se revela positiva para o risco numa das especificações e negativo para o desempenho contabilístico no caso das empresas com desempenho contabilístico (roe) positivo. De idêntica forma, a comissão de nomeações apresenta coeficiente positivo em 2 das especificações para o risco total. A comissão de remunerações não apresenta coeficientes estatisticamente significativos em qualquer das especificações e variáveis de interesse. As relações externas dos membros do conselho de administração refletem-se negativamente no desempenho (qualquer que seja a especificação adoptada) e, no caso das empresas com desempenho positivo, apresentam coeficientes positivos em 4 das 5 especificações em análise. No caso do desempenho de mercado (mbr), na especificação alternativa 4 o coeficiente é positivo para a totalidade da amostra.

Centrando a análise na proporção de administradores executivos, não se identificam coeficientes estatisticamente significativos na ótica do risco, mas no caso do desempenho, há evidência de relações positivas, especialmente quando se analisam os grupos de empresas com desempenho positivo. A remuneração variável do CEO apresenta coeficientes estatisticamente significativos e negativos para o desempenho de mercado (mbr), na subamostra de empresas com desempenho de mercado positivo, e para o desempenho contabilístico (roe), na totalidade das empresas. A dualidade parece não exercer influência no risco e no desempenho, mas o facto do presidente do conselho de administração ser um antigo CEO, no caso das empresas com desempenho de mercado (mbr) positivo, apresenta um coeficiente negativo na especificação alternativa 2. No âmbito das regras societárias, a reeleição individual dos membros do conselho de administração evidencia coeficientes negativos para o risco total e, no caso do desempenho de mercado (mbr), por uma vez, apresenta coeficiente positivo. As regras relativas às aquisições não aparentam implicações no desempenho ou no risco, mas a igualdade de direitos de voto apresenta coeficientes positivos no âmbito das especificações para o risco total e negativos no caso das especificações para o desempenho quando as empresas têm desempenho positivo. No que se refere à concentração acionistas, apenas no caso do número de acionistas com participações idênticas ou acima de 5% aparecem coeficiente estatisticamente significativos de sinal positivo mas verificado apenas relativamente ao risco total e quando se analisam as empresas com desempenho contabilístico (roe) positivo.

Quanto às variáveis de controlo, a dimensão revela-se significativa em várias especificações e, tanto para o risco como para o desempenho, o sinal é sempre negativo. A pertença à União Europeia apresenta apenas um coeficiente significativo e negativo para o desempenho de mercado (mbr). Já a pertença à zona Euro é positiva em duas especificações para o risco e negativa em 3 especificações para o desempenho contabilístico (roe), mas, apenas quando as empresas apresentam desempenho contabilístico positivo. A crise, genericamente, apresenta coeficientes negativos para o desempenho e positivos para o risco. A importância do setor acentua-se nas especificações para o risco, mas também está presente, principalmente quando o desempenho é positivo, para o desempenho de mercado (mbr) e para o desempenho contabilístico (roe). O desempenho prévio, no âmbito da especificação alternativa 4,

revela-se positivo para o desempenho contemporâneo, mas no caso do risco, o efeito não se estende até 4 anos de desfasamento.

Em síntese, com referência à especificação base adotada no presente estudo (modelo de efeitos aleatórios com estimador exequível de quadrados mínimos generalizados e desvio-padrão robusto) verifica-se que, conforme decorre da revisão de literatura que suporta cada especificação alternativa, há especificidades nos resultados que sobressaem em termos de coeficientes estatisticamente significativos, de acordo com as opções sobre a análise de dados em painel. No entanto, no que se refere à robustez dos resultados, a comparação efetuada coloca em evidência o seguinte:

- Os sinais dos coeficientes estatisticamente significativos são sempre iguais, ou seja, a adoção de especificações alternativas pode conduzir à identificação de diferentes coeficientes estatisticamente significativos mas existe sempre uma concordância entre os sinais desses coeficientes;
- Em geral, as conclusões decorrentes da especificação base são validadas por outras especificações. Tal apenas não acontece relativamente à influência do número de acionistas com 5% ou mais das ações sobre o risco total e da localização da sede na União Europeia sobre o rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico;
- A especificação base é a que coloca em evidência maior número de setores com coeficientes estatisticamente significativos.

Capítulo 6 – Discussão dos Resultados

Este capítulo centra-se, essencialmente, na discussão dos resultados apurados. Após um breve enquadramento, o capítulo prossegue com a análise dos resultados relativos às relações identificadas entre a governação das sociedades e o desempenho e risco empresariais, observando-se a sequência decorrente das hipóteses de trabalho formuladas.

6.1- Enquadramento

O trabalho de investigação parte do pressuposto da existência de relação entre os mecanismos de governação das sociedades e o desempenho e o risco empresariais. Está em linha com os contributos teóricos e empíricos analisados, apesar da ausência de consenso sobre o tipo e o sentido das relações entre os mecanismos de governação e o desempenho e o risco. O número limitado de estudos que tratam a relação entre a governação e o risco também justifica que se prossiga a investigação neste domínio específico. Com base na revisão de literatura, principalmente Larcker *et al.* (2007), Pathan (2009), Grove *et al.* (2011), Renders e Gaeremynck (2012), Wintoki *et al.* (2012) e Van Essen *et al.* (2013), foi identificado um conjunto alargado e diversificado de mecanismos de governação e de variáveis de desempenho e risco, para além de variáveis de controlo. Foi obtida uma base de dados de empresas Europeias cotadas em bolsa, ao longo de um período que abarca os anos 2002 a 2013, procedendo-se à respetiva análise com recurso a metodologia própria para tratar dados em painel. Esta abordagem, em linha com Pathan (2009) e Wintoki *et al.* (2012) visa obviar as críticas dirigidas aos trabalhos baseados em dados seccionais, nomeadamente as associadas à endogeneidade. Atendendo à dimensão e número de anos considerados, a amostra é comparável às amostras de estudos de referência no âmbito da governação das sociedades (e.g., Kale *et al.*, 2009; Renders e Gaeremynck, 2012; Vieito, 2012; Van Essen *et al.*, 2013), mas reconhece-se a existência de trabalhos mais abrangentes, como é o caso de Wintoki *et al.* (2012). As teorias de suporte, nomeadamente a teoria de agência (que tem sido a teoria de referência na investigação sobre governação das sociedades), a teoria de *stewardship*, a teoria da dependência de recursos e a perspetiva baseada em recursos constituem o suporte teórico que sustenta a relação estabelecida entre cada mecanismo de governação e as variáveis de interesse (desempenho e risco empresariais), sendo em alguns casos essas teorias complementares e, noutros, distintas na forma como perspetivam as relações esperadas.

A análise detalhada da amostra coloca em evidência algumas características relevantes que importa tomar em consideração na interpretação dos resultados e, principalmente, na sua comparação com outras realidades, em particular a dos EUA que é tratada em maior número de trabalhos de investigação (e.g., Larcker *et al.*, 2007; Pathan, 2009; Grove *et al.*, 2011; Wintoki *et al.*, 2012). Apesar de cobrir um leque apreciável de países europeus, realça-se uma particular incidência de empresas sedeadas na Grã-Bretanha, o que é revelador da dinâmica própria do mercado, mas, também, da importância do mercado bolsista num país com um quadro legal distinto que, para além de conferir maior importância ao mercado para o financiamento das empresas, contrastando com outros países em que a banca assume um papel de destaque, se caracteriza pela maior dispersão

acionista, o que, naturalmente, se repercute no papel a desempenhar pelos mecanismos de governação, nomeadamente ao nível do conselho de administração. Por outro lado, também sobressai, ao longo do período em análise, o alargamento da amostra a empresas sediadas noutros países Europeus que, sendo menos desenvolvidos, poderão colocar diferentes exigências à governação das empresas no sentido de compensar lacunas, por exemplo, ao nível da proteção dos investidores proporcionada pelo quadro legal vigente em cada país. Também, nos primeiros anos, se verifica uma crescente dispersão acionista, o que se associa à entrada na amostra de relevante número de empresas sediadas na Grã-Bretanha. A análise da dimensão das empresas revela que existe uma variedade apreciável de empresas na amostra.

Apesar da estabilidade nos mecanismos de governação, realçada por vários autores²³⁹ (e.g., Larcker *et al.*, 2007) (neste caso também verificada, por exemplo, para a dimensão do conselho de administração e antiguidade em funções dos seus membros), tem-se assistido a uma evolução na independência do conselho de administração, na percentagem de administradoras, na prevalência das comissões de auditoria, nomeações e remunerações, na remuneração do CEO dependente do desempenho, ou na igualdade dos direitos de voto, o que não será alheio ao teor das recomendações e códigos sobre boa governação (Chanavat e Ramsden, 2013). O estudo da variação entre empresas e intra empresas (*between vs. within*) evidencia a importância do estudo da evolução registada nas empresas ao longo do tempo paralelamente ao estudo das diferenças registadas entre empresas, o que se considera revelador da vantagem de utilização de dados em painel relativamente a estudos de natureza seccional (*cross-section*). Apesar das diferenças entre as empresas e os sistemas de governação nelas adotados, em termos de desempenho e risco há uma convergência para determinados intervalos de variação no caso das empresas cotadas (neste caso, as de maior dimensão). Neste quadro, sobressai a evolução das empresas ao longo do tempo que, em determinada medida, estará em linha com fatores exógenos, como é, por exemplo, a crise financeira internacional.

A presença de valores ausentes na base de dados suscitou uma análise detalhada para identificar a existência de padrões que possam limitar a interpretação dos resultados apurados. Ao longo do período a qualidade dos dados melhorou, o que permitiu a redução gradual da incidência de valores ausentes. No entanto, tendo-se verificado que os valores ausentes não são aleatórios, procedeu-se à sua descrição e verificou-se que, no que se refere à independência dos administradores, existe uma concentração de empresas sediadas na Alemanha e na Suíça, o que poderá relacionar-se com regras específicas ou com o modelo de governação (dois níveis) seguido na Alemanha²⁴⁰ e se estende a outros

²³⁹ Wintoki *et al.* (2012) salientam, no entanto, que no período que analisam (1991 a 2003) mais de 70% das empresas fizeram, pelo menos, uma alteração em termos da dimensão do conselho de administração, da sua independência ou dualidade da liderança. Acrescentam, por outro lado, que tal implica a existência de variabilidade suficiente para recorrer a técnicas de análise de dados em painel.

²⁴⁰ Monks e Minow (2008, p. 363) elencam algumas especificidades do sistema alemão, incluindo a existência de um conselho de gestão e um conselho supervisor, sendo o primeiro constituído por *insiders* e o segundo por *outsiders*. Salientam ainda a inclusão de representantes dos colaboradores da empresa nos conselhos de administração. Bhagat e Jefferis (2002) realçam o papel dos bancos enquanto acionistas (característica comum com o Japão) e que este é o elemento de maior diferenciação dos mercados

países limítrofes. É, efetivamente, a localização geográfica que mais influencia a ausência de valores. Considerando-se as empresas com informação completa, verifica-se que se trata de uma amostra das empresas europeias cotadas em bolsa de maior dimensão, abarcando no final do período cerca de 12,7% das empresas europeias cotadas em bolsa, cujo ativo representa cerca 70,6% do ativo total das empresas europeias cotadas em bolsa.

No processo de análise da relação entre os mecanismos de governação e as variáveis de interesse seguiu-se a recomendação preconizada por múltiplos autores no sentido de recorrer ao logaritmo natural das variáveis de interesse (e.g., *Kale et al.*, 2009). Verifica-se que algumas empresas, em determinados anos, apresentam desempenho negativo (em termos da roe, roa e do mbr), pelo que se optou por efetuar uma transformação nas variáveis para não excluir empresas com desempenho negativo. No entanto, durante este processo, verificou-se que a exclusão das empresas com desempenho negativo tem implicações muito interessantes na identificação de coeficientes estatisticamente significativos, bem como, na variabilidade explicada (R^2) que aumenta consideravelmente. Neste quadro, para além das especificações alternativas para verificar a sensibilidade dos resultados, também se toma em consideração na discussão dos resultados a subamostra constituída pelas empresas com desempenho positivo.

6.2- Mecanismos de governação, desempenho empresarial e risco empresarial

A primeira hipótese de trabalho refere-se à influência dos mecanismos de governação associados ao conselho de administração sobre as variáveis de desempenho e risco empresariais. Os resultados apurados para a totalidade das empresas evidenciam a influência negativa da dimensão, da antiguidade dos membros e das relações externas do conselho de administração e a influência positiva do número de reuniões e da existência de comissão de nomeações no risco empresarial (total e idiossincrático), e a influência positiva das competências dos membros do conselho de administração no risco sistemático. Também sobressai, para a totalidade das empresas, a influência negativa da dimensão, da diversidade focada na percentagem de mulheres e do número de reuniões na rendibilidade do ativo que, por outro lado, é favorecida pela rede externa dos membros do conselho de administração. A importância da rede externa é partilhada pelo rácio q de Tobin, acrescentando a influência positiva da independência e negativa do número de reuniões. A análise centrada nas empresas com desempenho positivo (embora limitada à rendibilidade do capital próprio e rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico) reforça a influência positiva da independência e das relações externas do conselho de administração no desempenho, enquanto que a maior percentagem de administradoras e frequência de reuniões do conselho de administração se refletem negativamente no desempenho. Os resultados apurados suportam a hipótese 1.

de capitais relativamente à economia dos EUA. Não obstante as diferenças, Shleifer e Vishny (1997) consideram que estes países, a par do Reino Unido, possuem os melhores sistemas de governação e que as diferenças principais não são entre estes sistemas mas entre estes e outros países, nomeadamente outros menos desenvolvidos.

Os conselhos de administração representam os interesses dos acionistas (Muth e Donaldson, 1998) e são relevantes para moderar o oportunismo da gestão (Donaldson e Davis, 1991), mas a sua ação pode ser condicionada, entre outros fatores, pela excessiva proximidade à gestão (Barney *et al.*, 2001). A adoção de mecanismos de governação ao nível do conselho de administração deverá permitir um melhor alinhamento entre a gestão e os proprietários e, conseqüentemente, conduzir a níveis superiores de desempenho (Van Essen *et al.*, 2013) e risco (Pathan, 2009) empresariais. Os resultados revelam que a dimensão acrescida do conselho de administração influencia negativamente o risco empresarial, o que pode ser interpretado em diferentes perspetivas. A dimensão do conselho de administração, normalmente associada a empresas de maior dimensão (McNulty *et al.*, 2013) aporta maiores desafios à sua dinamização e coordenação (Muth e Donaldson, 1998; Wintoki *et al.*, 2012), mas McNulty *et al.* (2013) consideram que a dimensão do conselho de administração pode repercutir-se positivamente ou negativamente no risco. Pathan (2009) refere que as empresas de maior dimensão podem assumir níveis de risco excessivos e, nesse quadro, a dimensão do conselho de administração pode contribuir para moderar o nível de risco. Neste quadro, os resultados não oferecem suporte à argumentação baseada na teoria da dependência de recursos à luz da qual uma maior dimensão aumentaria a capacidade da empresa aceder a recursos relevantes para a sua atividade.

A independência dos administradores evoluiu de forma relevante no período em análise, com as empresas a adotarem conselhos de administração com maior percentagem de independentes. Verifica-se, no conjunto de todas as empresas e nas empresas com desempenho positivo, que a maior independência melhora o desempenho bolsista. Esta evidência está em linha com os autores que colocam em destaque a capacidade dos administradores independentes para avaliar de forma mais rigorosa o desempenho da gestão (Muth e Donaldson, 1998), questionando a argumentação decorrente da teoria de *stewardship* baseada na falta de conhecimento aprofundado sobre a empresa e o contexto em que desenvolve a sua atividade. Não obstante, o facto da influência se fazer notar no caso do desempenho bolsista e não no desempenho contabilístico confere suporte à argumentação de Westphal e Graebner (2010) que realçam que a adoção de determinados mecanismos de governação pode ter apenas o propósito de enviar um sinal ao mercado, não se associando efetivamente a melhor governação. Paralelamente observa-se a ausência de influência sobre o risco o que também é indiciador da falta de contributo da independência para assegurar o alinhamento entre acionistas menos avessos ao risco e os gestores.

A diversidade do conselho de administração é considerada relevante, entre outros aspetos, para evitar a miopia, contribuir para maior sofisticação estratégica (Kim *et al.*, 2009) ou para maior adaptabilidade e criatividade (Muth e Donaldson, 1998). Os resultados apurados, para a totalidade das empresas e no caso das empresas com desempenho positivo, identificam a influência negativa da maior diversidade, associada à maior percentagem de administradoras, no desempenho. Estes resultados estão em linha com a argumentação de McNulty *et al.* (2013) que destacam os benefícios associados à coesão do conselho de administração. No entanto, verificando-se que a percentagem de

administradoras aumentou no período em análise (nomeadamente por via de imposição legal), a influência negativa no desempenho pode ser temporária sendo expectável, conforme realçam Muth e Donaldson (1998), que após um período em que prevalecem os conflitos e problemas de comunicação, se sobreponham os benefícios da heterogeneidade e as empresas beneficiem, por exemplo, da maior capacidade das administradoras se relacionarem com a ambiguidade (Vieito, 2012). A antiguidade dos membros do conselho de administração reflete-se em menor risco (total e idiossincrático), o que se associa ao maior conservadorismo dos membros mais velhos e a capacidade para evitar riscos excessivos (Muth e Donaldson, 1998), mas também pode ser interpretado como incapacidade de concretizarem a adequada representação dos acionistas, ou seja, estarem mais próximos dos interesses dos gestores que dos interesses dos principais. À luz da teoria de *stewardship*, a maior antiguidade implica melhor conhecimento da organização e seria condição para melhorar o desempenho, o que não se verifica. Finalmente, a maior antiguidade dos membros do conselho de administração também revela menor diversidade e maior coesão, que McNulty *et al.* (2013) consideram prejudicial para a tomada de decisão.

O número de reuniões pode ser entendido como uma representação do esforço desenvolvido pelo conselho de administração para concretizar as suas responsabilidades (Larcker *et al.*, 2007; Van Essen *et al.*, 2013). Os resultados obtidos, em termos da rendibilidade do ativo, do rácio q de Tobin e do desempenho bolsista das empresas com desempenho positivo, revelam que a frequência de reuniões se traduz negativamente no desempenho, o que contradiz a argumentação de Barney *et al.* (2001) e Vieito (2012), entre outros. Eisenhardt (1989) coloca em relevo a interligação entre a frequência de reuniões e a quantidade de informação colocada à disposição dos administradores o que, à luz destes resultados, pode não se verificar. Por outro lado, conforme decorre de Felício *et al.* (2014), o aumento da frequência das reuniões pode ocorrer em resposta a questões externas adversas, como foi a crise financeira internacional. Para a globalidade das empresas, a frequência de reuniões influencia positivamente o risco total e idiossincrático, o que pode ser entendido como um melhor alinhamento de interesses entre a gestão e os proprietários ou à luz do que se explicitou previamente sobre o maior número de reuniões em reação a condições externas adversas que suscitam maior risco. Conjugando a informação sobre o desempenho e o risco, aparentemente serão as empresas com pior desempenho (ainda que positivo) e maior risco aquelas em que os conselhos de administração reúnem com maior frequência.

A literatura (Schmidt e Brauer, 2006; Brown *et al.*, 2009; McNulty *et al.*, 2013; Van Essen *et al.*, 2013) salienta a importância da constituição de comissões específicas no âmbito do conselho de administração para tratar assuntos especializados. A análise das estatísticas descritivas evidencia, desde logo, a grande percentagem de empresas que optam por constituir comissões específicas, particularmente comissões de auditoria e remunerações e também, mas em menor percentagem, comissões de nomeação. Os resultados apurados não contrariam o contributo para o desempenho e riscos empresariais, mas apenas no caso da comissão de nomeações sobressaem coeficientes estatisticamente significativos e positivo com o risco total e o risco idiossincrático, o que se associa à seleção mais criteriosa dos gestores tomando em consideração as suas competências e, em particular,

a capacidade para assumir níveis superiores de risco em linha com as preferências dos acionistas (Pathan, 2009).

As relações externas do conselho de administração, capturadas através do número médio de lugares de administração desempenhado noutras empresas (Larcker *et al.*, 2007; Vieito, 2012), implicam uma experiência acrescida o que, por si, é um atributo relevante no apoio à gestão, mas também é observável à luz da teoria da dependência de recursos (Hillman *et al.*, 2009) e pode traduzir-se em acesso privilegiado a informação, recursos e legitimidade (Pfeffer e Salancik, 1978). Todavia, também implica que os administradores dispõem de menos tempo para acompanhar cada uma das empresas em que participam como administradores, podendo implicar menor disponibilidade para monitorizar a gestão. Os resultados atribuem maior relevo ao contributo específico aportado pelos administradores com envolvimento em maior número de empresas do que ao tempo que dedicam a cada uma das empresas. No que se refere ao desempenho este é melhorado e, no que se refere ao risco, as relações externas do conselho de administração traduzem-se em menor risco, o que é interpretável à luz da teoria da dependência de recursos na medida em que é possível reduzir a incerteza e dependência ambientais através da relação estabelecida com outras empresas (Hillman *et al.*, 2009), neste caso por intermédio dos membros do conselho de administração.

A segunda hipótese de trabalho centra-se nos mecanismos de governação associados à comissão executiva e como estes influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas que constituem a amostra. Os resultados apurados fazem sobressair a importância da comissão executiva para a obtenção de níveis de desempenho superiores na perspetiva do mercado e na perspetiva contabilística, seja para a totalidade da amostra como para a subamostra das empresas com desempenho positivo. Os resultados não evidenciam relação estatisticamente significativa entre a comissão executiva e o risco. Os resultados suportam parcialmente a hipótese 2, por não se comprovar a influência dos mecanismos de governação associados à comissão executiva sobre as variáveis de risco das empresas.

A percentagem de administradores executivos captura o peso que estes assumem no conselho de administração e, à luz da teoria de agência, tal corresponde a uma limitação da capacidade do conselho de administração realizar a monitorização da gestão. Essa monitorização é relevante na medida em que se pressupõe que os gestores atuarão de acordo com os próprios interesses (Muth e Donaldson, 1998). No quadro da teoria de *stewardship*, porém, ocorrendo naturalmente o alinhamento entre gestores e acionistas (Davis *et al.*, 1997) e estando os gestores mais capacitados (Muth e Donaldson, 1998), o desempenho sairá beneficiado, como decorre dos resultados apurados. Por outro lado, não existindo evidência da influência sobre o risco, não fica demonstrado que os gestores tenham maior aversão ao risco, conforme aventado por Pathan (2009) e McNulty *et al.* (2013).

A hipótese 3 refere-se aos mecanismos de governação associados ao CEO e à sua influência sobre as variáveis de desempenho e de risco empresariais. Os resultados obtidos conferem suporte limitado à hipótese formulada, registando-se apenas influência

da remuneração do CEO sobre o desempenho das empresas em termos da rentabilidade do ativo e rácio q de Tobin e o desempenho bolsista das empresas com desempenho positivo. Todavia, analisando os resultados obtidos com recurso ao estimador das primeiras diferenças, verifica-se que também se verifica influência negativa sobre o desempenho contabilístico e influência positiva sobre o risco de todas as empresas analisadas. Os resultados apurados suportam a hipótese 3, mas esse suporte é apenas parcial e limitado ao desempenho e, só em determinadas condições de análise, se estende ao risco.

A remuneração do CEO tem vindo a ser influenciada pelos códigos e recomendações sobre boa governação (Westphal e Graebner, 2010) com o propósito de assegurar o alinhamento de interesses com os proprietários, o que é uma conceção marcadamente influenciada pela teoria de agência. A teoria de *stewardship*, por seu lado, ao sustentar que os gestores estão naturalmente alinhados com os acionistas (Davis *et al.*, 1997) leva a que a remuneração dependente do desempenho seja desnecessária e, se tal limitar a autonomia da gestão, pode ser contraproducente. Os resultados apurados, em termos do desempenho, revelam um efeito contrário ao preconizado à luz da teoria de agência. No caso do risco, no entanto, os resultados são consistentes com a teoria de agência ao suscitar um aumento no nível de risco por decorrência da adoção de modelo de remuneração alinhado com o retorno para os acionistas. A evidência de que a influência da remuneração, para além do efeito contemporâneo verificado na rentabilidade do ativo e rácio q de Tobin, é mais proeminente quando se recorre ao estimador das primeiras diferenças indicia que o efeito é limitado ao ano em que é feita a alteração no modelo de remuneração do CEO.

A separação de funções, considerada condição necessária para a monitorização da gestão (Larcker *et al.*, 2007; Van Essen *et al.*, 2013), pode suscitar conflitos entre o CEO e o presidente do conselho de administração (Kim *et al.*, 2009), enquanto que a concentração de funções (dualidade) pode aportar benefícios em termos da velocidade dos processos de decisão ou, no quadro da teoria de *stewardship*, maximiza os interesses dos acionistas (Donaldson e Davis, 1991). Os códigos e recomendações de governação, com suporte na teoria de agência, têm estimulado a separação de funções entre CEO e PCA, o que é evidente na presente amostra, estando a dualidade presente em 12% a 16% das empresas analisadas enquanto que Wintoki *et al.* (2012) detetaram no período de 1993 a 2003 uma percentagem entre 60% a 56%. A indicação para presidente do conselho de administração de um antigo CEO poderia, num quadro de separação de funções, permitir reter algumas das vantagens da concentração, nomeadamente o conhecimento específico sobre a empresa e a indústria (Kim *et al.*, 2009). Todavia, os dados descritivos revelam que esta é uma prática adotada numa percentagem baixa de empresas (7 a 12% no período em análise). Neste quadro, os resultados apurados não proporcionam evidência que permita retirar conclusões sobre as vantagens ou desvantagens associadas a estas variáveis.

A hipótese 4 trata os mecanismos de governação associados às medidas anti-aquisição no pressuposto que estas influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas. Os resultados apurados suportam a influência destes mecanismos de governação para a determinação do rácio q de Tobin, da rentabilidade do ativo e do nível de desempenho

das empresas com desempenho positivo e de risco das empresas que constituem a amostra total. Em particular, sobressai a influência negativa da reeleição individual dos membros do conselho de administração sobre o risco total, sistemático e idiossincrático, a influência positiva da igualdade de voto sobre o risco total e idiossincrático e negativa sobre a rendibilidade do ativo, o rácio q de Tobin e o desempenho das empresas com desempenho positivo. Os resultados apurados suportam a hipótese 4.

Num quadro de ausência de barreiras ao sucesso de aquisições, os gestores interiorizam que, caso tenham um desempenho abaixo do adequado, a empresa pode ser adquirida e, através da sua substituição, ser melhorado o desempenho (Larcker *et al.*, 2007). As barreiras são constituídas em linha com o interesse dos gestores (Eisenhardt, 1989) e podem basear-se, entre outros mecanismos, na reeleição individual dos administradores, regras específicas sobre as aquisições e regras sobre a correspondência entre percentagem de ações e percentagem de votos em assembleia geral de acionistas (Larcker *et al.*, 2007; Wintoki *et al.*, 2012; Wearing, 2015). A reeleição individual apresenta uma influência negativa sobre o risco, o que é consonante com o entrincheiramento da gestão que, estando mais protegida, adota uma postura mais conservadora. Em sentido contrário, as regras relativas à igualdade de voto, permitindo a que todos os acionistas possam participar nas assembleias gerais em igualdade de circunstâncias, acaba por contribuir para o aumento do risco, o que é consistente com as previsões à luz da teoria de agência. Por fim, a igualdade de votos traduz-se de forma negativa no desempenho o que pode representar um aumento dos problemas de agência decorrentes da maior dispersão do poder que se associa ao aumento de acionistas com direito a votar.

O perfil acionista e a sua influência sobre as variáveis de desempenho e de risco das empresas são objeto da hipótese 5. Os resultados obtidos não conferem suporte consistente à hipótese de trabalho, registando-se ausência de coeficientes significativos entre as variáveis referentes à concentração acionista e o desempenho e, no caso do risco empresarial (total e sistemático), tal apenas ocorre relativamente ao número de acionistas com percentagens iguais ou acima de 5%. Quando se recorre ao modelo específico para painéis não balanceados sobressai evidência de relação positiva entre o número de acionistas com percentagens iguais ou acima de 5% e o desempenho contabilístico das empresas com desempenho positivo. Neste quadro, considera-se que a hipótese 5 é rejeitada no que se refere ao desempenho e parcialmente suportada no que se refere ao risco.

A maior concentração acionista associa-se, de acordo com a teoria de agência, com o maior incentivo à monitorização da gestão, evitando assim a expropriação dos proprietários por parte dos gestores (Larcker *et al.*, 2007). Assumiu-se, no entanto, que a relação estabelecida com o desempenho e o risco é não linear por uma excessiva concentração poder conduzir a situações de expropriação dos acionistas minoritários (Shleifer e Vishny, 1997; Van Essen *et al.*, 2013), o que não é sustentado pelos resultados apurados.

6.3- Variáveis de controlo

De acordo com a hipótese 6, a dimensão das empresas, o setor de atividade e o contexto influenciam as variáveis de desempenho e de risco das empresas analisadas. Os resultados apurados para a totalidade das empresas coloca em evidência a influência negativa da dimensão no desempenho e no risco, da pertença à União Europeia no desempenho e da crise financeira internacional no desempenho e no risco sistemático. Em sentido contrário, a pertença à zona Euro e os anos da crise financeira internacional refletem-se positivamente no risco total e no risco idiossincrático. No caso das empresas com desempenho positivo, verifica-se a influência negativa da dimensão, da pertença à zona Euro e do período de crise financeira internacional no desempenho. Com referência ao setor de atividade, verifica-se a existência de especificidades, especialmente no que se refere ao risco total, mas também no caso do desempenho. Os resultados apurados suportam a hipótese 6.

A dimensão da empresa, de acordo com Jensen e Meckling (1976) associa-se à magnitude dos problemas de agência. Sendo a amostra essencialmente constituída por grandes empresas, verifica-se, ainda assim, que a dimensão influencia negativamente o desempenho e o risco empresariais. A influência negativa sobre o desempenho é consistente com os resultados de outros autores (Li e Simerly, 1998; Van Essen *et al.*, 2013), mas a influência negativa sobre o risco contraria, no que se refere ao risco total e ao risco idiossincrático, a generalização da observação que Pathan (2009) faz acerca das empresas que, considerando-se grandes demais para falhar, assumem níveis de risco excessivo.

O setor de atividade é relevante e considerado de forma frequente como variável de controlo (e.g., Donaldson e Davis, 1991; Larcker *et al.*, 2007; Brown *et al.*, 2009; Kale *et al.*, 2009; Vieito, 2012; McNulty *et al.*, 2013; Van Essen *et al.*, 2013) com implicações ao nível do desempenho (Larcker *et al.*, 2007; Kale *et al.*, 2009) e do risco (Brown *et al.*, 2009). Os resultados confirmam a importância do setor de atividade, havendo diferenças estatisticamente significativas no nível de desempenho e de risco entre distintos setores de atividade. Kim *et al.* (2009) sugerem que a influência do setor justifica que se analisem diferentes configurações dos mecanismos de governação em linha com as características de dinamismo e complexidade do ambiente externo.

No âmbito do contexto institucional, observaram-se as diferenças decorrentes da localização da sede das empresas em país pertencente à União Europeia e à zona Euro. Van Essen *et al.* (2013) salientam a importância das diferenças a este nível para o desempenho das empresas, envolvendo também as implicações que as instituições têm na regulação das relações entre acionistas e a gestão. Os resultados apurados revelam que a pertença à União Europeia se reflete negativamente no desempenho bolsista das empresas analisadas, o que pode expressar a importância da maturidade dos mercados face às oportunidades existentes em mercados menos desenvolvidos. A pertença à zona euro que, atendendo às características decorrentes da União Europeia, implica a existência de uma moeda única e, à partida, condições mais homogêneas para acesso a recursos financeiros, reflete-se negativamente no desempenho contabilístico das empresas e implica um

acréscimo de risco total e idiossincrático. A inclusão de variável que identifica o período de maior incidência da crise financeira internacional (2008/09), em linha com McNulty *et al.* (2013) faz sobressair o impacto negativo que teve no desempenho e positivo no risco total e idiossincrático (porém, o risco sistemático também é influenciado negativamente pela crise).

Capítulo 7 – Conclusões, Contribuições, Limitações e Trabalhos Futuros

O presente capítulo tem o propósito de evidenciar as principais conclusões do trabalho de investigação, apresentar as contribuições do ponto de vista teórico e prático, assinalar as limitações do trabalho e, por fim, apresentar as perspectivas para trabalhos futuros.

7.1- Conclusões

Os resultados apurados, no que se refere à influência dos mecanismos de governação nas variáveis desempenho e de risco empresariais, aportam um conhecimento mais aprofundado e novas perspectivas sobre a ausência de consenso na literatura sobre a existência e o sentido dessas relações. Em primeiro lugar, quando analisada a totalidade das empresas, sobressai escassez de relações estatisticamente significativas entre os mecanismos de governação e as variáveis de desempenho (e as diferenças entre as diferentes variáveis de desempenho), o que é contraposto pela abundância de relações estatisticamente significativas entre os mesmos mecanismos de governação e as variáveis de risco empresarial. Assim, neste quadro, conclui-se que os mecanismos de governação das sociedades, no quadro das maiores empresas europeias cotadas em bolsa, exercem com maior frequência influência sobre as variáveis de risco empresarial do que sobre as variáveis de desempenho empresarial (especialmente quando o desempenho é medido através da rentabilidade do capital próprio e o rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico).

Quando restringida a análise às empresas que evidenciam níveis de desempenho positivo, os resultados apurados permitem a identificação de um número mais alargado de coeficientes dos mecanismos de governação com significância estatística. Esta evidência, à luz da revisão de literatura, não era expectável mas permite assumir que os mecanismos de governação não produzem efeitos similares em todas as empresas e em todos os períodos de atividade. Face a estes resultados, conclui-se que há um conjunto alargado das maiores empresas europeias cotadas em bolsa (mas não todas as empresas em todos os momentos), cujo desempenho é particularmente influenciado pelos mecanismos de governação das sociedades.

A análise dos sinais dos coeficientes estatisticamente significativos também aporta contributos relevantes, na medida em que a literatura permite antecipar o sentido das relações estabelecidas atendendo aos objetivos de desempenho e de risco (neste caso, no âmbito da teoria de agência, assumindo-se que os mecanismos de governação, ao moderar os interesses dos gestores, devem contribuir para o aumento do risco em linha com os interesses dos acionistas). Verifica-se que diferentes mecanismos apresentam contributos positivos ou negativos para cada uma das variáveis de interesse. Neste quadro, conclui-se que diferentes mecanismos de governação podem influenciar positivamente ou negativamente o desempenho e o risco das maiores empresas europeias cotadas em bolsa.

Ainda no quadro dos sinais dos coeficientes estatisticamente significativos, verifica-se que alguns mecanismos influenciam o desempenho e o risco em sentido similar enquanto outros podem exercer influência positiva sobre o desempenho e negativo sobre o risco, ou vice-versa (além de pontuais divergências entre as distintas variáveis de risco). Assim sendo, no quadro das empresas em análise, conclui-se que o sentido da influência dos mecanismos de governação no desempenho e no risco pode ser distinto ou similar, o que implica com as decisões sobre os mecanismos de governação.

Por fim, com referência às teorias que suportam a investigação, a discussão dos resultados colocou em evidência a complementaridade entre as teorias concluindo-se que há circunstâncias em que as relações identificadas assentam nas predições decorrentes da teoria da agência, enquanto noutras a teoria de *stewardship* ou a teoria da dependência de recursos se revelam mais oportunas. Não obstante, a teoria de agência é aquela que, com maior frequência, oferece um referencial para interpretar os resultados obtidos. No que se refere à perspectiva baseada em recursos, apesar do interesse, fica evidente a dificuldade em articular esta perspectiva com as variáveis de natureza estrutural.

7.2- Contribuição do ponto de vista teórico e prático

Do ponto de vista teórico, o presente trabalho apresenta três contributos. O primeiro deles centra-se na importância de observar as implicações dos mecanismos de governação no risco, pois a assunção de determinados mecanismos de governação com base no seu impacto expectável no desempenho pode, na maior parte dos casos, ter implicações ao nível do risco que ainda não são completamente descritas na literatura, principalmente de uma forma sistemática para o par desempenho/risco. Por outro lado, este trabalho recupera e demonstra a importância de dispor de um quadro teórico mais alargado e complementar à teoria de agência que se revela insuficiente para compreender todas as relações estabelecidas entre os mecanismos de governação e o desempenho e risco empresariais. Neste particular, sobressaem a teoria de *stewardship* e a teoria da dependência de recursos. Por fim, a propósito da inconsistência de resultados prévios acerca da relação entre a governação das empresas e o seu desempenho, os resultados apurados, decorrentes do esforço colocado na identificação e utilização de um conjunto alargado de variáveis de governação e de variáveis de desempenho e risco, do recurso a especificações econométricas distintas e de obtenção de uma amostra com dimensão (tanto no número de empresas como no número de anos observados), revelam a existência de coeficientes estatisticamente significativos e que enquadram este trabalho no lote de trabalhos que suportam a existência de relações, apesar de nem sempre estarem de acordo com o que é preconizado pela teoria de agência, ou seja, nem sempre essas relações são positivas.

Do ponto de vista prático, o contributo do trabalho decorre, principalmente, da informação que disponibiliza para compreender as implicações da governação das sociedades no risco empresarial. Para os acionistas preocupados com o retorno do investimento é, sem dúvida, relevante conhecer o nível de risco a que estão expostos na medida em que o retorno exigido tem também, por base, o nível de risco implícito. Neste quadro os acionistas passam a dispor de um instrumento que revela as implicações das

decisões que tomam sobre o sistema de governação no desempenho mas, também, no risco. Também os reguladores podem beneficiar destes resultados pois a sua preocupação ao emitirem códigos e recomendações de boas práticas está principalmente centrada no risco das empresas não cumprirem as suas responsabilidades perante os acionistas, outros investidores e *stakeholders* em geral.

Do trabalho resulta, ainda, um outro contributo centrado no risco. Conforme foi devidamente discutido, à luz da teoria de agência argumenta-se que é do interesse dos acionistas que os gestores assumam níveis de risco superiores ao que estes desejariam. Mas os resultados decorrentes da inclusão de uma variável de controlo para o período de crise financeira internacional revelam que, em contexto de crise, o risco total e o risco idiossincrático sobem. Certamente não é este o interesse do acionista, pelo que importa reequacionar a literatura sobre a teoria de agência que suporta a perspetiva dos benefícios para os acionistas decorrentes do risco acrescido, nomeadamente através da inclusão de elementos sobre a assimetria de informação²⁴¹.

Ao centrar-se no contexto Europeu, o presente trabalho expande os contributos prévios centrados no contexto dos Estados Unidos da América (e.g., Larcker *et al.*, 2007; Pathan, 2009, Grove *et al.*, 2011; Wintoki *et al.*, 2012) observando, para além das diferenças entre empresas, a evolução das empresas num período mais alargado do que outros trabalhos que também recorrem a dados em painel (e.g., Pathan, 2009; Renders e Gaeremynck, 2012; Van Essen *et al.*, 2013; Wintoki *et al.*; 2012).

7.3- Limites da investigação

A focalização da análise nas maiores empresas, sendo conveniente em termos da disponibilidade de informação e relevante em termos do impacto económico e social de cada empresa, constitui uma limitação por não produzir resultados diretamente transponíveis para empresas de menor dimensão que, no seu conjunto, têm uma importância muito relevante em termos económicos e sociais, por exemplo na geração de postos de trabalho. Mais especificamente, realça-se o papel das empresas de origem familiar no emprego dos membros da família e como a evolução da empresa se interliga com outros aspetos, como é o caso do bom nome e reputação dos membros da família. Esta limitação é agravada pela presença de valores ausentes que, não seguindo um padrão aleatório, limita a generalização dos resultados apurados. Reconhece-se, no entanto, que as maiores empresas cotadas em bolsa também enfrentam desafios específicos de governação que apenas neste contexto são passíveis de análise, por exemplo, os associados à dispersão acionista.

A presente investigação baseia-se em variáveis estruturais de governação, faltando aprofundar como funcionam as relações no quadro da empresa, o que está em linha com McNulty *et al.* (2013) que revelam a distinção entre as regras e estruturas e o impacto que

²⁴¹ O risco empresarial pode ser uma área em que a assimetria de informação é mais acentuada, na medida em que envolve informação especialmente sensível e a sua medição não é tão evidente (nomeadamente no campo dos riscos não financeiros) como o desempenho.

têm no funcionamento dos conselhos de administração e com Brown *et al.* (2009) quando salientam que, com a análise centrada nas estruturas, composição e processos dos conselhos de administração, implicitamente se assume que não está em questão a qualidade da tomada de decisão, o que pode não ser universal. Mesmo ao nível das variáveis estruturais, há outras que são relevantes, como a formação e experiência profissional dos membros dos conselhos de administração, e que podem ser determinantes independentemente do contexto institucional onde a empresa desenvolve a sua atividade.

7.4- Perspetivas para trabalhos futuros

Um aspeto a considerar em trabalhos futuros decorre da possibilidade da existência de múltiplas combinações alternativas de mecanismos de governação que conduzam a níveis de desempenho similares²⁴², o que implica que uma abordagem baseada em instrumentos estatísticos como os que foram seguidos neste trabalho não sejam os mais apropriados para analisar a relação entre a governação das sociedades e o desempenho e o risco. A título de exemplo, veja-se Felício *et al.* (2016) e a discussão de Bhagat e Jefferis (2002) acerca da interrelação entre diversos mecanismos de governação e o desempenho empresarial. Adicionalmente, o trabalho está fundamentalmente centrado nos mecanismos de natureza interna, mas seria particularmente interessante estudar os mecanismos externos também na dinâmica das diferentes teorias aqui introduzidas e dos diferentes setores de atividade.

Uma extensão interessante à seleção adversa e ao risco moral relaciona-se com o estudo das empresas familiares na medida em que o gestor familiar é sobejamente conhecido pelos acionistas (membros da família) e a empresa também tem outros mecanismos de partilha de informação (neste quadro encaixa também bem o papel dos gestores familiares e em que medida se altera o risco moral e a assimetria de informação). Outros contextos podem caracterizar-se por características específicas de problema de agência, como é o caso das empresas familiares que optam por selecionar gestores de entre os membros da família. Jensen e Meckling (1976) salientam que pode haver uma utilidade (não pecuniária) associada a empresas familiares ou outros tipos de situações (ex. equipas desportivas) que suscitam intrinsecamente acréscimos de bem-estar. Shleifer e Vishny (1997) também se referem à importância das empresas familiares e às características do contexto que suscitam a maior importância destes acionistas em detrimento de outras categorias de acionistas.

Por fim, dado não ter sido tratada, por opção, a relação entre risco e desempenho, tal constitui uma perspetiva a desenvolver, por exemplo, com recurso a modelos como o modelo CAPM que, de acordo com Brealey e Myers (1998, p. 180) “estabelece que o prémio de risco esperado de cada investimento é proporcional ao seu beta”). As empresas

²⁴² Apesar das críticas, a teoria contingencial admite a possibilidade de vários caminhos alternativos conducentes ao sucesso com base na adequação do alinhamento interno e alinhamento externo (Kim *et al.*, 2009). Neste quadro, por exemplo, mais do que apreciar comportamentos homogéneos e o seu impacto no desempenho, importa verificar em que medida o ajustamento de determinada configuração do conselho de administração tem sucesso ao longo do tempo e influencia o desempenho e risco.

podem assumir diferentes estratégias relativamente ao nível de risco e de rendibilidade²⁴³, mas essas opções não são abordadas no trabalho.

²⁴³ Berle e Means (1932, p. 121), revelando o seu entendimento sobre o que é uma empresa, explicitam que os interesses dos acionistas abarcam “ganhar o lucro máximo compatível com um grau de risco razoável”.

Referências

- Adams, R. B., Almeida, H. & Ferreira, D., 2005. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18(4), pp. 1403-1432.
- Adjaoud, F. & Ben-Amar, W., 2010. Corporate governance and dividend policy: shareholders' protection or expropriation?. *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 37, pp. 648-667.
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. & Williamson, R., 2009. Differences in governance practices between U.S. and foreign firms: measurement, causes, and consequences. *The Review of Financial Studies*, 22(8), pp. 3131-3169.
- Aguilera, R. V. & Crespi-Cladera, R., 2012. Firm family firms: current debates of corporate governance in family firms. *Journal of Family Business Strategy*, Volume 3, pp. 66-69.
- Anderson, R. C. & Fraser, D. R., 2000. Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry. *Journal of Banking & Finance*, Volume 24, pp. 1383-1398.
- Andres, P. d., Azofra, V. & Lopez, F., 2005. Corporate boards in OECD countries: size, composition,, functioning and effectiveness. *Corporate Governance*, 13(2), pp. 197-210.
- Arthurs, J. D., Hoskisson, R. E., Busenitz, L. W. & Johnson, R. A., 2008. Managerial agents whatching other agents: multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms. *Academy of Management Journal*, 51(2), pp. 277-294.
- Asset4, 2013. *Asset4 ESG Data Glossary*. s.l.:Thomson Reuters.
- Baltagi, B., 2013. *Econometric Analysis of Panel Data*. 5th ed. Chichester: Wiley.
- Barney, J., 1991. Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), pp. 99-120.
- Barney, J. B., 2001. Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of Management*, Volume 27, pp. 643-650.
- Barney, J., Wright, M. & Ketchen, Jr., D. J., 2001. The resource-based view of the firm: Ten years after 1991. *Journal of Management*, 27(6), pp. 625-641.
- Bebchuk, L., Cohen, A. & Ferrell, A., 2009. What matters in corporate governance?. *The Review of Financial Studies*, 22(2), pp. 783-827.
- Berle, Jr., A. A. & Means, G. C., 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: The Macmillan Company.
- Bhagat, S. & Bolton, B., 2008. Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, Volume 14, pp. 257-273.
- Bhagat, S. & Jefferis, R. H., 2002. *The Econometrics of Corporate Governance Studies*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Börsch-Supan, A. & Köke, J., 2002. An applied econometricians' view of empirical corporate governance studies. *German Economic Review*, 3(3), pp. 295-326.
- Brealey, R. A. & Myers, S. C., 1998. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5ª ed. Lisboa: McGraw-Hill.
- Brealey, R. A. & Myers, S. C., 1998. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5ª ed. Amadora: McGraw-Hill de Portugal.
- Brown, I., Steen, A. & Foreman, J., 2009. Risk management in corporate governance: a review and proposal. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), pp. 546-558.

- Cameron, A. C. & Trivedi, P. K., 2010. *Microeconometrics Using Stata*. Revised Edition ed. Texas: Stata Press.
- Carlson, K. D. & Wu, J., 2012. The illusion of statistical control: Control variable practice in management research. *Organizational Research Methods*, 15(3), pp. 413-435.
- Chanavat, A. & Ramsden, K., 2013. *Mining the Metrics of Board Diversity*, s.l.: Thomson Reuters.
- Chen, C. R., Steiner, T. L. & Whity, A. M., 2006. Does stock option-based executive compensation induce risk-taking? An analysis of the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, Volume 30, pp. 915-945.
- Cheng, B., Ioannou, I. & Serafeim, G., 2014. Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, Volume 35, pp. 1-23.
- Cremers, M. & Ferrell, A., 2014. Thirty years of shareholder rights and firm value. *The Journal of Finance*, LXIX(3), pp. 1167-1196.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. & Johnson, J. L., 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, Volume 19, pp. 269-290.
- Dang, C., Li, Z. & Yang, C., 2018. Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking and Finance*, Volume 86, pp. 159-176.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D. & Donaldson, L., 1997. Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), pp. 20-47.
- Delgado-García, J. B., Quevedo-Puente, E. d. & Fuente-Sabaté, J. M. d. l., 2010. The impact of ownership structure on corporate reputation: evidence from Spain. *Corporate Governance: An International Review*, 18(6), pp. 540-556.
- Donaldson, L. & Davis, J. H., 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), pp. 49-64.
- Eisenhardt, K. M., 1989. Agency theory: an assesment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), pp. 57-74.
- Felício, J. A., Couto, E. & Caiado, J., 2012. Human capital and social capital in entrepreneurs and managers of small and medium enterprises. *Journal of Business Economics and Management*, 13(3), pp. 395-420.
- Felício, J. A., Ivashkovskaya, I., Rodrigues, R. & Stepanova, A., 2014. Corporate governance and performance in the largest european listed banks during the financial crisis. *Innovar*, 24(53), pp. 83-98.
- Felício, J. A., Rodrigues, R., Grove, H. & Greiner, A., 2018 (forthcoming). The influence of corporate governance on bank risk during a financial crisis. *Economic Research - Ekonomska Istraživanja*.
- Felício, J. A., Rodrigues, R. & Samagaio, A., 2016. Corporate governance and the performance of commercial banks: a fuzzy-set QCA approach. *Journal of Small Business Strategy*, 26(1), pp. 87-101.
- Finegold, D., Benson, G. S. & Hecht, D., 2007. Corporate boards and company performance: review of research in light of recent reforms. *Corporate Governance*, 15(5), pp. 865-878.
- Fracassi, C. & Tate, G., 2012. External networking and internal firm governance. *The Journal of Finance*, LXVII(1), pp. 153-194.

- Franco-Santos, M., Lucianetti, L. & Bourne, M., 2012. Contemporary performance measurement systems: A review of their consequences and a framework for research. *Management Accounting Research*, Volume 23, pp. 79-119.
- García Lara, J. M., García Osma, B. & Mora, A., 2005. The effect of earnings management on the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(2), pp. 691-726.
- Gentry, R. J. & Shen, W., 2010. The relationship between accounting and market measures of firm financial performance: how strong is it. *Journal of Managerial Issues*, XXII(4), pp. 514-530.
- Gramling, A. A., Maletta, M. J., Schneider, A. & Church, B. K., 2004. The role of the internal audit function in corporate governance: a synthesis of the extant internal auditing literature and directions for future research. *Journal of Accounting Literature*, Volume 23, pp. 194-244.
- Grove, H., Patelli, L., Victoravich, L. M. & Xu, P. T., 2011. Corporate Governance and Performance in the Wake of the Financial Crisis: Evidence from US Commercial Banks. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), pp. 418-436.
- Guedri, Z. & Hollandts, X., 2008. Beyond dichotomy: the curvilinear impact of employee ownership on firm performance. *Corporate Governance*, 16(5), pp. 460-474.
- Guest, P. M., 2009. The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), pp. 385-404.
- Hair, Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J. & Anderson, R. E., 2010. *Multivariate Data Analysis: A Global Perspective*. 7th ed. Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Education, Inc..
- Hansson, M., Liljeblom, E. & Martikainen, M., 2011. Corporate governance and profitability in family SMEs. *The European Journal of Finance*, 17(5-6), pp. 391-408.
- Hillman, A. J., Withers, M. C. & Collins, B. J., 2009. Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, 35(6), pp. 1404-1427.
- Ho, C.-K., 2005. Corporate governance and corporate competitiveness: an international analysis. *Corporate Governance*, 13(2), pp. 211-253.
- Holburn, G. L. & Bergh, R. G. V., 2008. Making friends in hostile environments: political strategy in regulated industries. *Academy of Management Review*, 33(2), pp. 521-540.
- Hoopes, D. G., Madsen, T. L. & Walker, G., 2003. Guest editors' introduction to the special issue: why is there a resource-based view? Toward a theory of competitive heterogeneity. *Strategic Management Journal*, Volume 24, pp. 889-902.
- Hu, Y. & Izumida, S., 2008. Ownership concentration and corporate performance: a causal analysis with Japanese panel data. *Corporate Governance*, 16(4), pp. 342-358.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- John, K., Litov, L. & Yeung, B., 2008. Corporate governance and risk-taking. *The Journal of Finance*, LXIII(4), pp. 1679-1728.
- Kale, J. R., Reis, E. & Venkateswaran, A., 2009. Rank-order tournaments and incentive alignment: the effect on firm performance. *The Journal of Finance*, June, LXIV(3), pp. 1479-1512.
- Kim, B., Burns, M. L. & Prescott, J. E., 2009. The strategic role of the board: the impact of board structure on top management team strategic action capability. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), pp. 728-743.

- Koufteros, X., Verghese, A. & Lucianetti, L., 2014. The effect of performance measurement systems on firm performance: A cross-sectional and a longitudinal study. *Journal of Operations Management*, Volume 32, pp. 313-336.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R., 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Volume 58, pp. 3-27.
- Larcker, D. F. & Richardson, S. A., 2004. Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting Research*, 42(3), pp. 625-658.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A. & Tuna, I., 2007. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), pp. 963-1008.
- Li, C., 2013. Little's test of missing completely at random. *The Stata Journal*, 13(4), pp. 795-809.
- Li, J. & Yu, Y., 2015. A nonparametric test of missing completely at random for incomplete multivariate data. *Psychometrika*, 80(3), pp. 707-726.
- Li, M. & Simerly, R. L., 1998. The moderating effect of environmental dynamism on the ownership and performance relationship. *Strategic Management Journal*, Volume 19, pp. 169-179.
- Luoma, P. & Goodstein, J., 1999. Stakeholders and corporate boards: institutional influences on board composition and structure. *Academy of Management Journal*, 42(5), pp. 553-563.
- Makadok, R., 2003. Doing the right thing and knowing the right thing to do: why the whole is greater than the sum of the parts. *Strategic Management Journal*, Volume 24, pp. 1043-1055.
- Maroco, J., 2003. *Análise Estatística - Com Utilização do SPSS*. 2ª edição ed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda..
- Matos, P. V. & Faustino, H. C., 2012. Beta-convergence and sigma-convergence in corporate governance in Europe. *Economic Modelling*, Volume 29, pp. 2198-2204.
- McCahery, J. A., Sautner, Z. & Starks, L. T., 2016. Behind the scenes: the corporate governance preferences of institutional investors. *The Journal of Finance*, 71(6), pp. 2905-2932.
- McNulty, T., Florackis, C. & Ormrod, P., 2013. Board of directors and financial risk during the credit crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 21(1), pp. 58-78.
- Miller, C. C., Washburn, N. T. & Glick, W. H., 2013. The myth of firm performance. *Organization Science*, 24(3), pp. 948-964.
- Miller, K. D. & Leiblein, M. J., 1996. Corporate risk-return relations: returns variability versus downside risk. *Academy of Management Journal*, 39(1), pp. 91-122.
- Monks, R. A. G. & Minow, N., 2008. *Corporate Governance*. 4th ed. West Sussex: John Wiley & Sons.
- MSCI Inc, 2016. *MSCI Europe Index (EUR)*. [Online] Available at: <https://www.msci.com/europe> [Acedido em 30 Junho 2016].
- Murray, J. Y., Kotabe, M. & Zhou, J. N., 2005. Strategic alliance-based sourcing and market performance: evidence from foreign firms operating in China. *Journal of International Business Studies*, Volume 36, pp. 187-208.
- Muth, M. M. & Donaldson, L., 1998. Stewardship theory and board structure: a contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6(1), pp. 5-28.
- Nakano, M. & Nguyen, P., 2012. Board size and corporate risk taking: further evidence from Japan. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4), pp. 369-387.

- Neves, J. C., 2001. *Análise Financeira: Vol. I - técnicas fundamentais*. 13ª ed. Lisboa: Texto Editora.
- Nicholson, G. J. & Kiel, G. C., 2007. Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate Governance*, 14(4), pp. 585-608.
- OECD, 2014. *Health at a Glance: Europe 2014*, s.l.: OECD Publishing.
- Pathan, S., 2009. Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking & Finance*, Volume 33, pp. 1340-1350.
- Pepper, A. & Gore, J., 2015. Behavioral agency theory: new foundations for theorizing about executive compensation. *Journal of Management*, 41(4), pp. 1045-1068.
- Pestana, M. H. & Gageiro, J. N., 2008. *Análise de Dados para Ciências Sociais - A Complementaridade do SPSS*. 5ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda..
- Pfeffer, J. & Salancik, G. R., 1978. *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row, Publishers, Inc..
- Quigley, T. J. & Hambrick, D. C., 2012. When the former CEO stays on as board chair: effects on successor discretion, strategic change, and performance. *Strategic Management Journal*, Volume 33, pp. 834-859.
- Renders, A. & Gaeremynck, A., 2012. Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), pp. 125-143.
- Ribando, J. M. & Bonne, G., 2010. *A New Quality Factor: Finding Alpha with ASSET4 ESG Data*, s.l.: Thomson Reuters.
- Schmidt, S. L. & Brauer, M., 2006. Strategic governance: how to assess board effectiveness in guiding strategy execution. *Corporate Governance: An International Review*, 14(1), pp. 13-22.
- Sekaran, U., 2003. *Research Methods for Business: A Skill-Building Approach*. 4th ed. New York: John Wiley & Sons, Inc..
- Shleifer, A. & Vishny, R. W., 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, LII(2), pp. 737-783.
- Srivastav, A. & Hagendorff, J., 2016. Corporate governance and bank risk-taking. *Corporate Governance: An International Review*, 24(3), pp. 334-345.
- Taticchi, P., Tonelli, F. & Cagnazzo, L., 2010. Performance measurement and management: a literature review and a research agenda. *Measuring Business Excellence*, 14(1), pp. 4-18.
- United Nations, 2013. *Statistical Yearbook 2011 (Fifty-sixth issue)*, s.l.: s.n.
- Van Essen, M., Engelen, P.-J. & Carney, M., 2013. Does "good" corporate governance help in a crisis? The impact of country- and firm-level governance mechanisms in the European financial crisis. *Corporate Governance: An International Review*, 21(3), pp. 201-224.
- Victoravich, L. M., Xu, P., Buslepp, W. & Grove, H., 2011. CEO power, equity incentives, and bank risk taking. *Banking and Finance Review*, 3(2), pp. 105-120.
- Vieito, J. P. T., 2012. Gender, top management compensation gap, and company performance: tournament versus behavioral theory. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), pp. 46-63.
- Wearing, R., 2005. *Cases in Corporate Governance*. London: Sage Publications Ltd.
- Westphal, J. D. & Graebner, M. E., 2010. A matter of appearances: how corporate leaders manage the impressions of financial analysts about the conduct of their boards. *Academy of Management Journal*, 53(1), pp. 15-43.

Wheelen, T. L. & Hunger, J. D., 2002. *Strategic Management and Business Policy*. 8th ed. New Jersey: Prentice Hall.

Wintoki, M. B., Linck, J. S. & Netter, J. M., 2012. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp. 581-606.

Wooldridge, J. M., 2002. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

Wooldridge, J. M., 2002. *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 2nd ed. Cincinnati, OH: South-Western.

Zattoni, A. & Cuomo, F., 2008. Why adopt codes of good governance? A comparison of institutional and efficiency perspectives. *Corporate Governance*, 16(1), pp. 1-15.

Anexos

Anexo 1 – Síntese das variáveis

Variável	Descritivo	Códigos Datastream	Autores	Observações
ano	Ano civil a que se refere a informação recolhida (2002 a 2013)	n.a.	Bhagat e Bolton (2008) e McNulty <i>et al.</i> (2013).	Em algumas empresas o ano fiscal não coincide com o ano civil. A partir desta variável foi criada a variável binária que distingue os anos de crise (“crise”).
Emp	Designação da empresa	n.a.	n.a.	n.a.
dimCA	Número de membros do conselho de administração	CGBSDP060	Muth e Donaldson (1998), Larcker <i>et al.</i> (2007), Bhagat e Bolton (2008), Kim <i>et al.</i> (2009), Grove <i>et al.</i> (2011), Wintoki <i>et al.</i> (2012), McNulty <i>et al.</i> (2013) e Felício <i>et al.</i> (2014).	n.a.
pInd	Percentagem de membros independentes no conselho de administração	CGBSO07V	Muth e Donaldson (1998), Larcker <i>et al.</i> (2007), Bhagat e Bolton (2008), Pathan (2009), Westphal e Graebner (2010), Wintoki <i>et al.</i> (2012) e Van Essen <i>et al.</i> (2013).	Informação reportada pela empresa, não resultando de avaliação externa.
pMul	Percentagem de mulheres no conselho de administração	CGBSO17V	Vieito (2012).	n.a.
antCA	Antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração	CGBSO05V	Bhagat e Bolton (2008), Kale <i>et al.</i> (2009) e Vieito (2012).	n.a.
compCA	Percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais	CGBSO04V	Schmidt e Brauer (2006) e Van Essen <i>et al.</i> (2013).	n.a.
nReun	Número de reuniões do conselho de administração durante o ano	CGBFDP024	Eisenhardt (1989), Barney <i>et al.</i> (2001), Larcker <i>et al.</i> (2007), Vieito (2012) e Van Essen <i>et al.</i> (2013).	n.a.
cAud	Existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria	CGBFDP0011	Schmidt e Brauer (2006), Brown <i>et al.</i> (2009), McNulty <i>et al.</i> (2013) e Van Essen <i>et al.</i> (2013).	Variável binária que assume o valor 1 quando existe uma comissão de auditoria.
cNom	Existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações	CGBFDP0012	Van Essen <i>et al.</i> (2013).	Variável binária que assume o valor 1 quando existe uma comissão de nomeações.
cRem	Existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações	CGBFDP0013	Van Essen <i>et al.</i> (2013).	Variável binária que assume o valor 1 quando existe uma comissão de remunerações.
mExt	Número médio de participações noutras comissões de administração	CGBSO11V	Larcker <i>et al.</i> (2007) e Vieito (2012).	n.a.
pExec	Percentagem de membros executivos do conselho de administração	(1 – CGBSO06V)/CGBSDP060	Davis <i>et al.</i> (1997) e Muth e Donaldson (1998).	n.a.
remCEO	Alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO	CGCPDP041	Donaldson e Davis (1991), Kale <i>et al.</i> (2009), Westphal e Graebner (2010) e Vieito (2012).	Variável binária que assume o valor 1 quando a determinação da remuneração do CEO incorpora o retorno para o acionista.
Dual	O presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO	CGBSO09V	Donaldson e Davis (1991), Muth e Donaldson (1998), Larcker <i>et al.</i> (2007), Bhagat e Bolton (2008), Kim <i>et al.</i> (2009), Wintoki <i>et al.</i> (2012), McNulty <i>et al.</i> (2013) e Van Essen <i>et al.</i> (2013).	Variável binária que assume o valor 1 quando o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO.
antCEO	O presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO	CGBSO09V	Quigley e Hambrick (2012)	Variável binária que assume o valor 1 quando o presidente do conselho de administração foi, previamente, o CEO.

MECANISMOS DE GOVERNAÇÃO, DESEMPENHO E RISCO DE EMPRESAS COTADAS

Variável	Descritivo	Códigos Datastream	Autores	Observações
reelInd	Mandatos distintos no conselho de administração	CGBSO12V	Wintoki <i>et al.</i> (2012) e Wearing (2015).	Variável binária que assume o valor 1 quando os membros do conselho de administração têm mandatos distintos.
favTak	Política não limitadora de aquisições (<i>takeovers</i>)	CGSRDP0012	Larcker <i>et al.</i> (2007) e Wearing (2015).	Variável binária que assume o valor 1 quando as regras da empresa não limitam as aquisições.
igVoto	Igualdade nos direitos de voto	CGSRDP0012	Van Essen <i>et al.</i> (2013).	Variável binária que assume o valor 1 quando a política da empresa visa que todas as ações conferem idênticos direitos de voto.
mAcc	Porcentagem detida pelo maior acionista	n.a. (dados Amadeus)		n.a.
sAcc5	Somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%	n.a. (dados Amadeus)	Jensen e Meckling (1976), Larcker <i>et al.</i> (2007), Van Essen <i>et al.</i> (2013).	n.a.
cAcc5	Número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%	n.a. (dados Amadeus)		n.a.
dim	Dimensão da empresa	Ln(WC02999)	Jensen e Meckling (1976), Donaldson e Davis (1991), Li e Simerly (1998), Bhagat e Bolton (2008), Kale <i>et al.</i> (2009), Pathan (2009), Westphal e Graebner (2010), Vieito (2012), Wintoki <i>et al.</i> (2012), McNulty <i>et al.</i> (2013) e Van Essen <i>et al.</i> (2013).	n.a.
setor	Setor de atividade	INDC3	Donaldson e Davis (1991), Larcker <i>et al.</i> (2007), Brown <i>et al.</i> (2009), Kale <i>et al.</i> (2009), Kim <i>et al.</i> (2009), Vieito (2012), McNulty <i>et al.</i> (2013) e Van Essen <i>et al.</i> (2013).	A partir desta variável foram criadas variáveis binárias (número de setores – 1) para identificação dos diferentes setores de atividade.
Pais	País onde a empresa está sediada	GGISO	Van Essen <i>et al.</i> (2013).	A partir desta variável foram criadas variáveis binárias que identificam a pertença à União Europeia (“eu”) e à zona Euro (“euro”).
roe	Rendibilidade do capital próprio	WC08301	Donaldson e Davis (1991), Kale <i>et al.</i> (2009).	n.a.
mbr	Rácio do valor de mercado sobre o valor contabilístico	MV/WC03501	Cheng <i>et al.</i> (2014) e Grove <i>et al.</i> (2011).	n.a.
roa	Rendibilidade do ativo	WC18191/ DWTAmédio	Muth e Donaldson (1998) e Bhagat e Bolton (2008).	n.a.
q	Rácio q de Tobin	(MV + WC03351)/ WC02999	Bhagat e Bolton (2008) e Kale <i>et al.</i> (2009).	n.a.
rTotal	Risco total	P#T	Pathan (2009) e Victoravich <i>et al.</i> (2011).	n.a.
rSis	Risco sistemático	P#T, MSEROPE(PI), LDNIB3M	Pathan (2009) e Victoravich <i>et al.</i> (2011).	n.a.
rIdio	Risco idiossincrático	P#T, MSEROPE(PI), LDNIB3M	Pathan (2009) e Victoravich <i>et al.</i> (2011).	n.a.

Anexo 2 – Quadros de caracterização genérica da amostra

Anexo 2, Quadro 1 – Dimensão da amostra: distribuição de empresas e observações de acordo com o número de anos de informação disponível para as variáveis de governação

O quadro apresenta a frequência (número de empresas) na amostra por número de anos de dados disponíveis. Essa informação é também apresentada em percentagem de empresas, número de observações (pares empresa/ano) e percentagem de observações. Esta informação reflete o total de empresas disponíveis no período compreendido entre 2002 e 2013 para todos os setores de atividade, ou seja, incluindo o setor bancário e segurador. Os dados correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, da qual foram recolhidos.

N.º de anos	N.º de empresas	N.º de empresas (acumulado)	% de empresas	% de empresas (acumulada)	N.º de observações	N.º de observações (acumulado)	% de observações	% de observações (acumulada)
1	19	19	1,94%	1,94%	19	19	0,22%	0,22%
2	23	42	2,35%	4,29%	46	65	0,52%	0,74%
3	40	82	4,09%	8,38%	120	185	1,37%	2,11%
4	49	131	5,01%	13,38%	196	381	2,24%	4,35%
5	55	186	5,62%	19,00%	275	656	3,14%	7,48%
6	50	236	5,11%	24,11%	300	956	3,42%	10,90%
7	52	288	5,31%	29,42%	364	1 320	4,15%	15,05%
8	15	303	1,53%	30,95%	120	1 440	1,37%	16,42%
9	124	427	12,67%	43,62%	1 116	2 556	12,73%	29,15%
10	193	620	19,71%	63,33%	1 930	4 486	22,01%	51,16%
11	26	646	2,66%	65,99%	286	4 772	3,26%	54,43%
12	333	979	34,01%	100,00%	3 996	8 768	45,57%	100,00%
Total	979		100,00%		8 768		100,00%	

Anexo 2, Quadro 2 – Distribuição das observações por ano

O quadro apresenta o número de observações (pares empresa/ano) por ano, no período 2002 a 2013. Também é apresentada a percentagem de observações por ano e a percentagem acumulada. Esta informação reflete o total de empresas disponíveis no período compreendido entre 2002 e 2013 para todos os setores de atividade, ou seja, também o setor bancário e segurador. Os dados correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, da qual foram recolhidos.

Anos	Contagem	Acumulado	Percentagem	Percentagem acumulada
2002	347	347	3,96%	3,96%
2003	360	707	4,11%	8,06%
2004	561	1 268	6,40%	14,46%
2005	679	1 947	7,74%	22,21%
2006	691	2 638	7,88%	30,09%
2007	750	3 388	8,55%	38,64%
2008	801	4 189	9,14%	47,78%
2009	850	5 039	9,69%	57,47%
2010	900	5 939	10,26%	67,73%
2011	942	6 881	10,74%	78,48%
2012	962	7 843	10,97%	89,45%
2013	925	8 768	10,55%	100,00%
Total...	8 768		100,00%	

Anexo 2, Quadro 3 – Distribuição de observações e empresas por país

O quadro apresenta o número de observações (pares empresa/ano) e número de empresas por país, no período 2002 a 2013. Também são apresentadas a percentagem de observações e de empresas por país. Esta informação reflete o total de empresas disponíveis no período compreendido entre 2002 e 2013 para todos os setores de atividade, ou seja, incluindo o setor bancário e segurador. Os dados correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, da qual foram recolhidos. Os países abrangidos são: AT – Áustria, BE – Bélgica, CH – Suíça, CZ – República Checa, DE – Alemanha, DK – Dinamarca, ES – Espanha, FI – Finlândia, FR – França, GB – Grã-Bretanha, GR – Grécia, HU – Hungria, IE – Irlanda, IT – Itália, NL – Holanda, NO – Noruega, PL – Polónia, PT – Portugal, SE – Suécia e TR – Turquia.

País	Observações	Percentagem	Empresas	Percentagem
AT	165	1,88%	16	1,63%
BE	262	2,99%	27	2,76%
CH	611	6,97%	68	6,95%
CZ	22	0,25%	4	0,41%
DE	742	8,46%	85	8,68%
DK	257	2,93%	26	2,66%
ES	417	4,76%	45	4,60%
FI	257	2,93%	26	2,66%
FR	934	10,65%	97	9,91%
GB	2 900	33,07%	326	33,30%
GR	168	1,92%	17	1,74%
HU	21	0,24%	4	0,41%
IE	130	1,48%	15	1,53%
IT	466	5,31%	49	5,01%
NL	320	3,65%	36	3,68%
NO	231	2,63%	22	2,25%
PL	118	1,35%	29	2,96%
PT	110	1,25%	11	1,12%
SE	510	5,82%	50	5,11%
TR	127	1,45%	26	2,66%
Total...	8 768	100,00%	979	100,00%

Anexo 2, Quadro 4 – Distribuição de observações e empresas por setor de atividade

O quadro apresenta o número de observações (pares empresa/ano) e número de empresas por setor de atividade, no período 2002 a 2013. Também são apresentadas a percentagem de observações e de empresas por setor de atividade. Esta informação reflete o total de empresas disponíveis no período compreendido entre 2002 e 2013 para todos os setores de atividade, ou seja, incluindo o setor bancário e segurador. Os dados correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, da qual foram recolhidos. Os setores abrangidos são: AUTMB – indústria automóvel, BANKS – banca; BRESR – recursos básicos, CHMCL – indústria química, CNSTM – construção e materiais, FDBEV – alimentação e bebidas, FINSV – serviços financeiros (não inclui bancos e seguradoras), HLTHC – cuidados de saúde, INSUR – seguradoras, INDGS – bens e serviços industriais, MEDIA – comunicação social, OILGS – petróleo e gás, PERHH – bens pessoais e domésticos, RLEST – imobiliário, RTAIL – retalho, TECNO – tecnologia, TELCM – telecomunicações, TRLES – viagens e lazer, UTILS – serviços públicos (utilities).

Setor	Observações	Percentagem	Empresas	Percentagem
AUTMB	179	2,04%	18	1,84%
BANKS	703	8,02%	78	7,97%
BRESR	364	4,15%	50	5,11%
CHMCL	260	2,97%	31	3,17%
CNSTM	429	4,89%	44	4,49%
FDBEV	325	3,71%	41	4,19%
FINSV	405	4,62%	45	4,60%
HLTHC	446	5,09%	49	5,01%
INDGS	1 539	17,55%	164	16,75%
INSUR	422	4,81%	44	4,49%
MEDIA	468	5,34%	48	4,90%
OILGS	523	5,96%	62	6,33%

Setor	Observações	Porcentagem	Empresas	Porcentagem
PERHH	425	4,85%	48	4,90%
RLEST	438	5,00%	51	5,21%
RTAIL	451	5,14%	51	5,21%
TECNO	390	4,45%	45	4,60%
TELCM	258	2,94%	31	3,17%
TRLES	390	4,45%	39	3,98%
UTILS	353	4,03%	40	4,09%
Total...	8 768	100,00%	979	100,00%

Anexo 2, Quadro 5 – Estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis independentes – conselho de administração e comissão executiva

O quadro apresenta, para cada um dos anos (identificados em colunas), as estatísticas descritivas (média e desvio-padrão), significância do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov (o cálculo deste teste, efetuado com recurso ao programa SPSS, incorpora a correção de Lilliefors referente à utilização de estimativas amostrais em vez dos verdadeiros parâmetros populacionais, conforme salientado por Maroco (2003) e Pestana e Gageiro (2008)), o número de observações e a contagem de valores ausentes para as variáveis independentes referentes ao conselho de administração e comissão executiva, nomeadamente: dimCA - número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração e pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração. Os dados, abarcando o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream e foram recolhidos através da plataforma Datastream, nomeadamente no referido suplemento Asset4. Os cálculos foram realizados para cada variável (caso contrário a análise cingir-se-ia apenas aos casos sem qualquer valor ausente), com recurso ao programa SPSS, procedendo à divisão da amostra em grupos de acordo com o ano. O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643.

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estadísticas												
dimCA												
Média	11,02	11,20	10,47	10,62	10,71	10,64	10,58	10,50	10,62	10,50	10,42	10,29
Desvio-Padrão	4,35	4,37	4,01	3,97	3,93	3,95	3,82	3,82	3,88	3,81	3,77	3,67
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
pInd												
Média	43,36	47,69	50,41	47,85	49,88	56,43	56,11	55,40	55,17	56,05	56,69	58,61
Desvio-Padrão	31,19	28,95	25,88	28,52	27,22	23,82	22,38	21,99	21,32	21,63	21,15	20,49
Sig. teste K-S	0,000	0,001	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	205	237	421	557	580	595	630	672	699	744	760	732
N (ausente)	93	72	67	35	24	62	67	67	82	78	81	83
pMul												
Média	4,69	5,94	6,01	7,00	8,14	8,71	9,23	10,06	11,21	13,04	15,32	17,57
Desvio-Padrão	7,67	8,52	9,20	9,82	10,93	10,92	10,94	10,82	10,97	11,46	11,63	11,87
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
antCA												
Média	6,04	5,89	6,24	6,07	6,08	6,05	6,08	6,24	6,28	6,29	6,40	6,52
Desvio-Padrão	3,29	3,18	3,45	3,49	3,34	3,39	3,29	3,18	3,09	2,94	2,90	2,84
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	230	249	405	499	533	588	629	676	708	745	770	740
N (ausente)	68	60	83	93	71	69	68	63	73	77	71	75
compCA												
Média	33,81	37,29	47,60	55,72	51,34	47,90	50,19	50,66	49,67	50,08	50,28	49,42
Desvio-Padrão	31,59	30,14	32,80	33,29	29,42	26,10	25,21	24,56	22,57	22,45	22,08	22,71

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estatísticas												
Sig. teste K-S	0,000	0,002	0,000	0,000	0,000	0,025	0,000	0,013	0,000	0,001	0,000	0,000
N (válido)	82	118	212	326	514	633	691	738	781	822	841	815
N (ausente)	216	191	276	266	90	24	6	1	0	0	0	0
nReun												
Média	8,00	8,04	8,38	8,58	8,76	8,89	8,91	9,17	9,12	9,04	9,23	9,12
Desvio-Padrão	3,56	3,45	3,48	4,06	3,62	4,03	3,71	3,87	5,28	4,29	4,96	4,85
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	227	267	448	553	574	623	664	709	744	786	811	787
N (ausente)	71	42	40	39	30	34	33	30	37	36	30	28
cAud												
% Sim (= 1)	71%	81%	86%	85%	89%	93%	95%	95%	96%	97%	97%	97%
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
cNom												
% Sim (= 1)	53%	62%	71%	72%	76%	83%	83%	84%	84%	86%	88%	89%
N (válido)	295	306	484	588	600	652	692	733	774	815	834	808
N (ausente)	3	3	4	4	4	5	5	6	7	7	7	7
cRem												
% Sim (= 1)	72%	77%	81%	81%	86%	91%	91%	92%	92%	91%	93%	93%
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
mExt												
Média	2,82	2,84	2,52	2,55	2,41	2,26	1,94	1,61	1,41	1,45	1,48	1,54
Desvio-Padrão	2,10	2,07	1,87	1,97	1,85	1,76	1,46	1,19	1,05	1,11	1,13	1,14
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	233	263	425	536	572	638	692	739	781	822	841	814
N (ausente)	65	46	63	56	32	19	5	0	0	0	0	1
pExec												
Média	23,37	21,33	24,41	22,51	21,70	20,98	19,70	19,65	19,30	19,00	18,41	18,02
Desvio-Padrão	21,86	20,83	21,16	19,84	19,46	18,60	18,13	17,88	17,21	17,00	16,56	16,20
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	257	284	471	576	602	653	695	739	781	822	841	815
N (ausente)	41	25	17	16	2	4	2	0	0	0	0	0

Anexo 2, Quadro 6 – Estatísticas descritivas e valores ausentes das variáveis independentes – CEO

O quadro apresenta, para cada um dos anos (identificados em colunas), as percentagens de dados empresas com remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO e antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream e foram recolhidos através da plataforma Datastream, nomeadamente no referido suplemento Asset4. Os cálculos foram realizados para cada variável (caso contrário a análise cingir-se-ia apenas aos casos sem qualquer valor ausente), com recurso ao programa SPSS, procedendo à divisão da amostra em grupos de acordo com o ano. O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643.

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estatísticas												
remCEO												
% Sim (= 1)	23%	24%	28%	28%	34%	41%	42%	41%	39%	41%	41%	41%
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
dual												
% Sim (= 1)	15%	16%	13%	12%	13%	12%	12%	12%	12%	14%	13%	14%
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
antCEO												
% Sim (= 1)	7%	9%	9%	10%	11%	12%	11%	12%	10%	8%	9%	9%
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815

N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
-------------	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---

Anexo 2, Quadro 7 – Estatísticas descritivas e valores ausentes das variáveis independentes – takeovers

O quadro apresenta, para cada um dos anos (identificados em colunas), as percentagens de dados empresas com reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers e igVoto - igualdade nos direitos de voto. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream e foram recolhidos através da plataforma Datastream, nomeadamente no referido suplemento Asset4. Os cálculos foram realizados para cada variável (caso contrário a análise cingir-se-ia apenas aos casos sem qualquer valor ausente), com recurso ao programa SPSS, procedendo à divisão da amostra em grupos de acordo com o ano. O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643.

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
reelInd												
% Sim (= 1)	74%	69%	69%	58%	56%	37%	40%	36%	39%	50%	61%	63%
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
favTak												
% Sim (= 1)	4%	5%	4%	4%	3%	5%	7%	7%	7%	7%	8%	8%
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
igVoto												
% Sim (= 1)	41%	46%	39%	45%	53%	70%	80%	83%	85%	86%	87%	87%
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Anexo 2, Quadro 8 – Estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis independentes – concentração acionista

O quadro apresenta, para cada um dos anos (identificados em colunas), as estatísticas descritivas (média e desvio-padrão), significância do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov (o cálculo deste teste, efetuado com recurso ao programa SPSS, incorpora a correção de Lilliefors referente à utilização de estimativas amostrais em vez dos verdadeiros parâmetros populacionais, conforme salientado por Maroco (2003) e Pestana e Gageiro (2008)), o número de observações e a contagem de valores ausentes para as variáveis independentes referentes à concentração acionista, nomeadamente: mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% e cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream e foram recolhidos através da plataforma Datastream, nomeadamente no referido suplemento Asset4 e através da base de dados Amadeus. Os cálculos foram realizados para cada variável (caso contrário a análise cingir-se-ia apenas aos casos sem qualquer valor ausente), com recurso ao programa SPSS, procedendo à divisão da amostra em grupos de acordo com o ano. O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643.

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estadísticas												
mAcc												
Média	28,58	26,74	17,82	11,56	11,03	14,25	13,03	13,88	13,07	12,72	12,30	12,38
Desvio-Padrão	28,29	27,91	23,17	17,22	17,03	16,15	14,65	15,63	14,62	14,52	14,46	14,67
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	100	122	317	536	554	603	633	669	707	749	763	734
N (ausente)	198	187	171	56	50	54	64	70	74	73	78	81
sAcc5												
Média	32,22	29,94	20,34	13,92	13,93	22,73	22,00	22,22	21,01	20,93	19,78	20,06
Desvio-Padrão	29,70	19,29	25,26	20,32	20,62	21,15	20,59	20,56	18,98	19,21	19,33	19,44
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	100	122	317	536	554	603	633	669	707	749	763	734
N (ausente)	198	187	171	56	50	54	64	70	74	73	78	81
cAcc5												
Média	1,11	1,07	0,85	0,71	0,82	1,97	1,98	1,92	1,90	1,92	1,77	1,81
Desvio-Padrão	0,90	0,87	0,84	0,97	1,18	1,86	1,83	1,70	1,71	1,76	1,72	1,68

Variável Estatísticas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	100	122	317	536	554	603	633	669	707	749	763	734
N (ausente)	198	187	171	56	50	54	64	70	74	73	78	81

Anexo 2, Quadro 9 – Estatísticas descritivas, teste de normalidade e valores ausentes das variáveis de controlo

O quadro apresenta, para cada um dos anos (identificados em colunas), as estatísticas descritivas (média e desvio-padrão), significância do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov (o cálculo deste teste, efetuado com recurso ao programa SPSS, incorpora a correção de Lilliefors referente à utilização de estimativas amostrais em vez dos verdadeiros parâmetros populacionais, conforme salientado por Maroco (2003) e Pestana e Gageiro (2008)), o número de observações e a contagem de valores ausentes para as variáveis de controlo, nomeadamente: dim - logaritmo natural do ativo e o ativo total. No que se refere ao setor, os valores indicados referem-se às percentagens das empresas da amostra por setor de atividade. As siglas para os setores de atividade têm a seguinte correspondência: AUTMB – indústria automóvel, BRESR – recursos básicos, CHMCL – indústria química, CNSTM – construção e materiais, FDBEV – alimentação e bebidas, FINSV – serviços financeiros (não inclui bancos e seguradoras), HLTHC – cuidados de saúde, INDGS – bens e serviços industriais, MEDIA – comunicação social, OILGS – petróleo e gás, PERHH – bens pessoais e domésticos, RLEST – imobiliário, RTAIL – retalho, TECNO – tecnologia, TELCM – telecomunicações, TRLES – viagens e lazer, UTILS – serviços públicos (utilities). No que se refere ao país em que as empresas estão sediadas, os valores indicados referem-se às percentagens das empresas da amostra por país. As siglas para os países têm a seguinte correspondência: AT – Áustria, BE – Bélgica, CH – Suíça, CZ – República Checa, DE – Alemanha, DK – Dinamarca, ES – Espanha, FI – Finlândia, FR – França, GB – Grã-Bretanha, GR – Grécia, HU – Hungria, IE – Irlanda, IT – Itália, NL – Holanda, NO – Noruega, PL – Polónia, PT – Portugal, SE – Suécia e TR – Turquia. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream e foram recolhidos através da plataforma Datastream, nomeadamente no referido suplemento Asset4. Os cálculos foram realizados para cada variável (caso contrário a análise cingir-se-ia apenas aos casos sem qualquer valor ausente), com recurso ao programa SPSS, procedendo à divisão da amostra em grupos de acordo com o ano. O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643.

Variável Estatísticas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
dim												
Média	15,38	15,34	14,89	15,05	15,16	15,19	15,15	15,08	15,16	15,17	15,19	15,18
Desvio-Padrão	1,46	1,47	1,54	1,52	1,52	1,49	1,51	1,56	1,52	1,52	1,52	1,53
Sig. teste K-S	0,046	0,200	0,019	0,027	0,010	0,019	0,006	0,017	0,003	0,004	0,001	0,009
N (válido)	296	307	484	589	602	655	694	736	778	819	838	812
N (ausente)	2	2	4	3	2	2	3	3	3	3	3	3
ativo total												
Média	14376	13529	9 992	11258	12431	12338	12461	12299	12873	13271	13436	13397
Desvio-Padrão	29201	27094	22477	25214	27001	25630	27261	27436	28465	30571	31232	31151
Sig. teste K-S	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
N (válido)	296	307	484	589	602	655	694	736	778	819	838	812
N (ausente)	2	2	4	3	2	2	3	3	3	3	3	3
setor												
AUTMB	3,4	3,6	2,5	2,4	2,3	2,1	2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	2,0
BRESR	3,0	2,9	3,9	3,7	3,8	4,4	5,0	4,7	5,2	5,8	5,9	5,4
CHMCL	4,0	3,9	3,5	3,4	3,3	3,3	3,2	3,1	3,3	3,4	3,4	3,6
CNSTM	6,0	5,8	5,7	5,9	5,8	5,9	5,9	5,7	5,6	5,4	5,2	5,0
FDBEV	4,4	4,2	3,9	4,1	4,1	4,0	3,7	4,1	4,2	4,6	4,6	4,8
FINSV	3,7	3,6	5,9	5,1	5,0	5,6	5,9	5,8	5,5	5,4	5,2	5,2
HLTHC	5,7	6,5	5,3	5,2	5,5	5,9	5,7	6,2	6,1	5,8	5,8	6,0
INDGS	22,5	21,7	21,7	21,1	21,0	20,9	20,1	19,6	19,2	18,9	19,0	19,6
MEDIA	6,7	7,1	6,6	6,4	6,5	6,2	5,9	6,1	6,1	5,8	5,7	5,6
OILGS	4,4	4,5	6,8	6,8	6,8	6,7	7,2	7,2	7,2	7,4	7,3	7,0
PERHH	6,0	5,8	5,3	5,9	6,0	5,6	5,3	5,3	5,4	5,5	5,4	5,8
RLEST	5,0	4,9	6,4	5,9	5,8	5,8	5,6	5,3	5,5	5,8	6,1	6,0
RTAIL	6,4	6,1	6,1	5,7	6,0	5,8	5,7	6,0	5,8	5,8	5,8	6,0
TECNO	4,0	4,5	4,1	5,1	5,0	4,9	5,0	5,7	5,5	5,4	5,4	5,3
TELCM	4,7	4,5	2,9	3,2	3,1	2,9	3,3	3,2	3,2	3,3	3,6	3,7

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estadísticas												
TRLES	5,7	6,1	5,7	5,7	5,6	5,3	5,0	4,9	4,7	4,7	4,6	4,5
UTILS	4,4	4,2	3,7	4,4	4,5	4,6	5,0	4,9	5,0	4,7	4,8	4,5
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
país												
AT	2,7	2,6	1,6	1,7	1,8	2,0	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5
BE	4,0	3,9	2,9	2,9	2,8	2,7	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7
CH	8,1	8,4	6,4	6,1	6,0	6,4	6,3	6,6	6,4	6,2	6,5	6,7
CZ	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,1
DE	8,7	4,2	8,4	8,6	8,4	8,7	9,3	8,9	8,8	9,1	9,0	8,7
DK	4,0	4,2	2,7	2,5	2,5	2,7	2,6	2,4	2,7	2,6	2,5	2,6
ES	4,7	4,9	4,9	4,6	4,6	4,4	4,3	4,3	4,2	4,3	4,3	4,5
FI	4,4	4,2	3,1	3,4	3,5	3,2	3,2	3,1	3,1	2,9	2,9	3,1
FR	12,8	12,6	10,7	11,1	11,1	11,7	11,6	11,1	11,1	10,8	10,7	10,7
GB	24,5	24,3	38,3	37,7	37,9	36,5	35,0	36,4	34,8	35,9	35,8	36,2
GR	2,3	2,3	1,6	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,2
HU	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
IE	1,7	1,6	1,0	1,4	1,3	1,2	1,3	1,2	1,3	1,2	1,4	1,3
IT	5,0	5,5	4,1	3,9	3,8	4,0	4,2	3,9	4,0	3,9	3,8	3,8
NL	4,7	4,5	3,9	3,5	3,5	4,0	3,7	3,5	3,6	3,8	3,8	4,0
NO	3,4	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,2
PL	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,6	0,8	2,0	2,2	2,3	1,6
PT	0,7	0,6	0,4	1,2	1,3	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9
SE	8,4	8,4	7,9	6,8	6,8	6,2	6,0	5,7	5,5	5,2	5,2	5,6
TR	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	1,4	2,2	2,2	2,1	2,1
N (válido)	298	309	488	592	604	657	697	739	781	822	841	815
N (ausente)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Anexo 2, Quadro 10 – Número e dimensão de empresas cotadas por país (universo)

O quadro apresenta, para cada um dos anos (identificados em colunas), o número de empresas, e média e desvio-padrão do ativo total (valores do ativo total expressos em milhões de euros) por país onde as empresas estão sediadas. As siglas para os países têm a seguinte correspondência: AT – Áustria, BE – Bélgica, CH – Suíça, CZ – República Checa, DE – Alemanha, DK – Dinamarca, ES – Espanha, FI – Finlândia, FR – França, GB – Grã-Bretanha, GR – Grécia, HU – Hungria, IE – Irlanda, IT – Itália, NL – Holanda, NO – Noruega, PL – Polónia, PT – Portugal, SE – Suécia e TR – Turquia. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem à totalidade das empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream e foram recolhidos através da plataforma Datastream, nomeadamente no referido suplemento Asset4. O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643.

País	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AT												
Total empresas												
Número	98	92	91	89	92	90	91	84	78	77	75	72
Média	1.069	1.173	1.354	1.287	1.478	1.821	2.137	2.080	2.188	2.324	2.370	2.077
Desvio-padrão	2.976	3.274	3.752	3.495	3.723	4.539	5.449	4.993	5.480	5.843	5.638	4.622
BE												
Total empresas												
Número	144	146	160	164	158	155	145	143	135	131	130	128
Média	1.090	1.036	1.039	1.210	1.388	1.356	1.653	1.631	1.860	1.877	1.925	2.117
Desvio-padrão	2.725	2.848	3.010	3.526	3.853	3.646	7.043	6.898	7.691	7.944	8.448	9.396
CH												
Total empresas												
Número	236	236	239	238	232	227	220	216	211	210	205	200
Média	2.021	1.776	1.774	2.060	2.236	2.537	2.839	2.964	3.057	3.579	3.814	3.964
Desvio-padrão	7.081	6.361	6.331	7.377	7.706	8.490	9.518	9.999	10.642	12.075	13.138	12.955
CZ												
Total empresas												
Número	38	39	42	30	29	25	19	17	18	17	18	16

MECANISMOS DE GOVERNAÇÃO, DESEMPENHO E RISCO DE EMPRESAS COTADAS

Ano		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
País													
	Média	688	677	651	832	930	1.120	1.535	1.793	1.844	1.982	1.928	2.065
	Desvio-padrão	1.401	1.518	1.559	2.136	2.555	2.839	4.013	4.807	5.047	5.612	5.899	5.747
DE	Total empresas												
	Número	857	1.061	1.081	1.108	1.105	1.113	1.078	1.032	991	937	880	839
	Média	3.724	2.992	3.020	3.551	3.422	3.634	3.543	3.587	3.622	4.032	3.986	4.028
	Desvio-padrão	21.084	18.471	18.863	24.342	23.131	25.017	23.975	22.279	22.155	24.719	22.859	22.928
DK	Total empresas												
	Número	154	147	144	195	211	215	212	207	199	176	165	152
	Média	880	845	899	812	790	887	959	1.068	1.191	1.428	1.573	1.330
	Desvio-padrão	2.924	3.050	3.399	3.745	3.830	4.063	4.258	4.579	5.113	5.864	6.422	5.210
ES	Total empresas												
	Número	160	155	155	155	154	150	152	150	150	155	156	155
	Média	2.947	3.248	3.557	3.152	4.414	5.065	5.025	4.995	5.466	6.969	7.322	7.080
	Desvio-padrão	10.546	11.403	12.761	8.543	11.477	13.111	13.393	13.874	15.683	26.920	31.575	30.535
FI	Total empresas												
	Número	149	148	143	143	135	134	129	129	129	133	137	138
	Média	1.057	976	972	1.036	1.117	1.281	1.351	1.279	1.414	1.410	1.365	1.284
	Desvio-padrão	3.155	3.075	3.046	3.021	3.132	3.926	4.117	3.846	4.200	4.029	3.730	3.459
FR	Total empresas												
	Número	889	1.082	1.064	1.083	1.081	1.068	1.037	1.000	964	947	898	901
	Média	2.234	1.980	2.049	2.241	2.400	2.579	2.895	2.774	3.007	3.239	3.539	3.452
	Desvio-padrão	9.692	8.582	9.018	10.102	10.378	10.949	13.373	12.960	13.732	14.643	15.460	14.025
GB	Total empresas												
	Número	1.878	1.950	2.027	2.114	2.137	2.032	1.856	1.702	1.620	1.615	1.585	1.542
	Média	1.182	1.060	1.026	1.058	1.165	1.168	1.135	1.361	1.616	1.782	1.871	1.856
	Desvio-padrão	8.594	7.917	7.669	7.643	8.762	7.853	7.585	9.249	10.667	11.584	11.966	12.104
GR	Total empresas												
	Número	287	286	296	295	287	281	268	258	248	232	222	212
	Média	258	271	283	315	353	412	429	441	443	430	437	416
	Desvio-padrão	841	906	928	1.049	1.170	1.297	1.295	1.376	1.383	1.424	1.408	1.376
HU	Total empresas												
	Número	33	36	38	38	45	44	44	46	45	43	43	41
	Média	446	474	501	530	481	516	549	636	656	645	671	682
	Desvio-padrão	1.007	1.123	1.250	1.444	1.443	1.592	1.759	2.378	2.481	2.461	2.543	2.486
IE	Total empresas												
	Número	66	64	68	67	63	61	57	52	50	46	43	43
	Média	593	601	671	761	686	665	702	729	763	899	981	959
	Desvio-padrão	1.137	1.128	1.280	1.776	1.438	1.428	1.433	1.497	1.619	1.859	1.963	1.947
IT	Total empresas												
	Número	262	262	275	280	280	278	274	268	269	267	259	260
	Média	3.052	2.710	2.559	2.305	2.406	2.767	2.880	3.178	3.566	3.991	4.153	3.976
	Desvio-padrão	11.881	10.067	9.575	9.003	9.060	11.495	12.273	12.696	15.270	16.851	17.140	16.833
NL	Total empresas												
	Número	177	172	165	154	148	140	125	123	120	116	113	109
	Média	6.062	6.066	6.998	7.697	5.509	6.155	7.383	6.737	7.602	8.203	8.647	7.458
	Desvio-padrão	31.557	33.636	39.723	44.062	19.955	21.946	25.512	24.464	27.867	30.729	31.805	28.462
NO	Total empresas												

País	Ano											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Número	182	179	203	225	240	248	235	224	225	221	210	195
Média	1.204	1.050	917	1.049	875	994	1.351	1.541	1.285	1.409	1.542	1.603
Desvio-padrão	5.433	4.799	4.484	5.409	3.423	4.245	6.698	7.872	5.846	6.965	7.682	7.867
PL												
Total empresas												
Número	93	170	226	317	353	394	442	468	505	521	533	518
Média	249	159	154	160	212	251	221	230	242	243	261	269
Desvio-padrão	995	713	715	855	1.178	1.146	980	1.031	1.064	1.067	1.163	1.175
PT												
Total empresas												
Número	66	63	58	57	56	53	53	53	51	49	49	49
Média	1.175	1.203	1.429	1.553	1.598	1.933	2.094	2.282	2.367	2.667	2.690	2.499
Desvio-padrão	2.886	2.990	3.471	3.754	3.798	4.625	5.190	5.797	6.019	6.621	6.751	6.437
SE												
Total empresas												
Número	345	346	374	546	478	509	498	485	489	484	482	489
Média	835	812	775	752	786	777	711	804	933	995	1.054	1.043
Desvio-padrão	2.955	2.799	2.723	2.879	3.005	3.058	3.095	3.720	4.048	4.156	4.314	4.105
TR												
Total empresas												
Número	193	204	217	275	281	297	315	323	334	343	345	341
Média	297	370	466	572	599	701	649	672	767	744	819	705
Desvio-padrão	1.409	1.586	1.853	2.805	2.928	3.502	3.312	3.543	4.193	4.101	4.807	4.031
Total												
Total empresas												
Número	6.307	6.838	7.066	7.483	7.565	7.514	7.250	6.980	6.831	6.720	6.548	6.400
Média	1.838	1.666	1.669	1.750	1.760	1.881	1.949	2.013	2.158	2.373	2.457	2.407
Desvio-padrão	11.738	11.050	11.495	13.021	11.591	12.276	12.493	12.288	12.827	14.348	14.371	14.086

Anexo 2, Quadro 11 – Número e dimensão de empresas cotadas por setor de atividade (uni-verso)

O quadro apresenta, para cada um dos anos (identificados em colunas), o número das empresas, e média e desvio-padrão do ativo total (valores do ativo total expressos em milhões de euros) das empresas que constituem o universo por setor de atividade. Os setores indicados são: AUTMB – indústria automóvel, BRESR – recursos básicos, CHMCL – indústria química, CNSTM – construção e materiais, FDBEV – alimentação e bebidas, FINSV – serviços financeiros (não inclui bancos e seguradoras), HLTHC – cuidados de saúde, INDGS – bens e serviços industriais, MEDIA – comunicação social, OILGS – petróleo e gás, PERHH – bens pessoais e domésticos, RLEST – imobiliário, RTAIL – retalho, TECNO – tecnologia, TELCM – telecomunicações, TRLES – viagens e lazer, UNCLS – não classificado (unclassified), e UQEQS – não identificado, UTILS – serviços públicos (utilities). Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream e foram recolhidos através da plataforma Datastream, nomeadamente no referido suplemento Asset4. O número total de observações (pares empresa/ano) é 7.643.

Setor	Ano											
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AUTMB												
Total empresas												
Número	96	102	104	105	102	101	98	95	95	94	97	90
Média	6.643	6.118	6.213	6.714	6.865	6.802	7.162	7.498	8.220	9.398	10.183	11.340
Desvio-padrão	25.097	23.578	24.146	26.148	25.915	23.565	25.245	26.298	28.724	33.957	38.598	41.873
BRESR												
Total empresas												
Número	222	250	264	302	343	345	344	338	333	336	322	311
Média	1.404	1.362	1.424	1.429	1.553	1.571	1.742	1.795	2.153	2.329	2.597	2.411
Desvio-padrão	4.440	4.319	4.497	5.036	6.696	7.335	7.828	7.990	9.549	10.127	11.109	11.282
CHMCL												
Total empresas												
Número	138	146	153	157	154	150	145	143	143	148	152	146
Média	2.019	1.826	1.806	1.823	2.051	2.016	2.126	2.168	2.377	2.390	2.395	2.444

Setor	Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Desvio-padrão	5.376	4.896	5.118	5.164	6.618	6.516	6.874	6.885	7.505	7.652	7.754	7.839
CNSTM	Total empresas												
	Número	296	310	316	327	323	320	308	305	299	305	300	293
	Média	1.229	1.245	1.253	1.409	1.830	2.127	2.221	2.095	2.240	2.202	2.211	2.154
	Desvio-padrão	3.478	3.586	3.691	4.271	6.180	7.021	7.335	6.633	7.009	6.999	6.903	6.743
FDBEV	Total empresas												
	Número	312	320	335	343	341	350	335	325	329	316	300	294
	Média	985	948	945	1.051	1.190	1.256	1.460	1.566	1.714	1.693	2.006	2.040
	Desvio-padrão	4.097	3.884	3.795	4.399	4.594	4.977	6.587	6.834	7.719	7.996	9.229	9.460
FINSV	Total empresas												
	Número	451	528	551	643	679	688	678	649	632	619	596	574
	Média	2.294	2.043	2.064	1.698	2.062	2.291	2.351	1.782	2.190	2.512	2.660	2.507
	Desvio-padrão	12.219	10.474	10.482	9.069	12.175	17.269	18.455	10.111	11.609	14.632	14.958	14.186
HLTHC	Total empresas												
	Número	341	379	412	441	442	457	454	442	436	447	466	474
	Média	851	728	770	807	838	893	915	1.024	1.196	1.217	1.193	1.160
	Desvio-padrão	4.193	3.628	4.877	5.402	5.210	5.228	5.406	6.119	7.330	7.336	7.326	7.078
INDGS	Total empresas												
	Número	1.197	1.262	1.302	1.352	1.332	1.320	1.276	1.231	1.205	1.198	1.170	1.150
	Média	974	897	877	938	1.040	1.104	1.178	1.065	1.160	1.281	1.368	1.346
	Desvio-padrão	5.873	5.543	5.466	6.044	7.239	7.758	8.602	4.847	5.203	5.561	5.812	5.701
MEDIA	Total empresas												
	Número	341	374	387	389	398	391	376	349	336	317	301	295
	Média	895	820	783	846	883	958	935	920	969	1.017	1.080	1.017
	Desvio-padrão	4.262	4.430	2.931	3.072	3.107	3.392	3.774	3.745	3.921	3.958	4.313	3.807
OILGS	Total empresas												
	Número	163	200	234	281	323	332	326	319	314	307	297	287
	Média	4.455	3.525	3.212	3.385	3.084	3.352	3.563	3.463	4.142	4.616	4.933	4.922
	Desvio-padrão	19.491	16.578	15.894	18.405	16.781	17.460	18.533	18.134	21.553	24.257	25.186	24.791
PERHH	Total empresas												
	Número	463	472	482	500	490	482	470	455	446	437	416	418
	Média	696	691	702	776	824	846	851	878	997	1.113	1.190	1.219
	Desvio-padrão	3.066	2.891	2.800	3.298	3.365	3.474	3.745	3.961	4.412	5.079	5.285	5.465
RLEST	Total empresas												
	Número	364	401	414	447	486	501	494	478	467	458	445	434
	Média	674	642	664	742	942	1.069	949	943	1.002	1.067	1.108	1.127
	Desvio-padrão	1.490	1.468	1.567	1.883	2.347	2.609	2.132	1.966	1.987	2.144	2.186	2.298
RTAIL	Total empresas												
	Número	285	291	296	300	293	291	279	265	262	268	268	258
	Média	1.476	1.417	1.393	1.457	1.498	1.614	1.596	1.727	1.874	1.903	2.160	2.200
	Desvio-padrão	4.469	4.357	4.369	4.869	5.054	5.483	5.432	6.078	6.449	6.534	7.656	7.471
TECNO	Total empresas												
	Número	834	881	898	935	929	897	836	792	778	746	714	707
	Média	255	363	357	394	426	440	460	483	553	608	636	646
	Desvio-padrão	1.534	3.081	3.147	3.803	3.971	4.249	4.513	4.875	5.542	6.324	6.710	6.746
TELCM	Total empresas												
	Número	96	96	99	99	99	101	93	91	91	88	85	80

Setor	Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	Média	10.689	9.042	8.046	8.520	8.297	7.697	7.885	8.884	9.371	9.642	9.521	9.845
	Desvio-padrão	32.930	29.177	26.456	27.043	27.387	24.224	23.842	27.141	28.885	28.774	27.568	27.827
TRLES													
Total empresas													
	Número	313	315	325	325	318	299	287	272	262	260	256	254
	Média	900	863	849	883	956	1.050	1.033	1.183	1.259	1.236	1.302	1.308
	Desvio-padrão	2.582	2.480	2.465	2.792	2.947	3.149	3.190	3.467	3.656	3.677	3.759	3.735
UNCLS													
Total empresas													
	Número	7	63	55	62	62	61	60	59	56	50	58	57
	Média	211	524	599	737	904	1.086	967	1.038	1.130	1.397	1.187	1.244
	Desvio-padrão	354	1.377	1.588	2.024	2.930	3.568	2.780	3.067	3.207	3.819	3.462	3.743
UQEQS													
Total empresas													
	Número	237	289	275	315	291	265	233	217	197	172	156	133
	Média	10.856	8.355	9.420	9.249	7.291	8.263	7.862	10.854	9.783	13.945	13.772	14.630
	Desvio-padrão	41.237	37.902	42.982	48.932	38.368	39.395	35.046	43.591	42.853	52.336	49.704	51.095
UTILS													
Total empresas													
	Número	151	159	164	160	160	163	158	155	150	154	149	145
	Média	7.201	6.748	6.620	7.743	7.887	8.584	10.811	10.888	11.537	11.474	11.582	11.285
	Desvio-padrão	19.450	18.924	18.524	20.906	20.914	23.505	30.753	31.266	32.573	33.025	33.478	31.919
Total													
Total empresas													
	Número	6.307	6.838	7.066	7.483	7.565	7.514	7.250	6.980	6.831	6.720	6.548	6.400
	Média	1.838	1.666	1.669	1.750	1.760	1.881	1.949	2.013	2.158	2.373	2.457	2.407
	Desvio-padrão	11.738	11.050	11.495	13.021	11.591	12.276	12.493	12.288	12.827	14.348	14.371	14.086

Anexo 3 – Estudo detalhado dos valores ausentes

Os resultados apurados, para cada variável, são apresentados nos quadros seguintes, iniciando-se a análise pela independência dos administradores (Anexo 3, Quadro 1).

Anexo 3, Quadro 1 – Independência dos administradores – análise dos valores ausentes (teste t de student)

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à independência dos administradores com base nas variáveis dimCA - dimensão do conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, ativo total (expresso em milhões de euros) e roe - rentabilidade do capital próprio. “Média-ausente” refere-se à média da variável de referência (variável sem ou quase sem valores ausentes) quando ocorre a ausência de valores na variável em estudo (neste caso, a independência dos administradores). Por oposição, “média-presente” refere-se à média da variável de referência quando não ocorrem valores ausentes na variável em estudo. Os cálculos foram realizados para cada variável, com recurso ao programa SPSS, procedendo-se à divisão da amostra em grupos constituídos de acordo com o ano. Os valores da significância da estatística t de student (bilateral) identificados com * revelam que não se assumiu a homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias), enquanto que os valores identificados com ** referem-se à significância do teste t de student (bilateral), assumindo-se homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias). Número de observações = 7.643.

Variável Estatísticas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
dimCA												
Média-ausente	11,72	13,01	11,55	11,80	12,96	13,21	12,99	12,69	12,70	13,06	12,41	12,27
Média-presente	10,70	10,65	10,30	10,55	10,61	10,38	10,33	10,28	10,38	10,23	10,21	10,06
Sig. t-student*	0,080	0,001	0,060	0,142	0,042	0,000	0,000	0,000	0,001	0,000	0,001	0,000
pMul												
Média-ausente	4,54	6,14	4,99	4,94	5,62	6,57	7,18	8,04	8,79	10,77	12,01	13,60
Média-presente	4,76	5,87	6,17	7,13	8,24	8,94	9,45	10,27	11,49	13,28	15,67	18,02
Sig. t-student**	0,819	0,817	0,331	0,201	0,249	0,104	0,106	0,109	0,035	0,066	0,007	0,001
ativo total												
Média-ausente	15302	16643	8484	7407	19538	16738	17664	22565	17257	21433	48118	21894
Média-presente	13959	12592	10230	11501	12136	11878	11905	11270	12357	12412	12659	12442
Sig. t-student*	0,719	0,323	0,488	0,055	0,431	0,239	0,200	0,047	0,218	0,088	0,144	0,090
roe												
Média-ausente	4,77	9,56	6,73	18,99	21,34	18,23	13,77	8,17	14,56	13,31	9,36	10,78
Média-presente	9,82	9,48	20,57	24,58	25,63	32,22	20,99	18,99	38,73	20,11	11,64	9,40
Sig. t-student**	0,459	0,990	0,176	0,653	0,479	0,166	0,374	0,363	0,466	0,479	0,754	0,870

Conforme os resultados apresentados, a análise da relação entre os valores ausentes da variável relativa à percentagem de administradores independentes e a dimensão do conselho de administração revela que os valores ausentes ocorrem em conselhos de administração de maior dimensão. Adicionalmente verifica-se que, em geral, essa diferença é superior a 2 administradores. Recorrendo à percentagem de mulheres no conselho de administração, verifica-se que, à medida que essa percentagem vai crescendo, se vão distanciando as empresas com valores ausentes para a variável percentagem de administradores independentes das restantes. Verifica-se que, nas empresas com valores ausentes, a percentagem de mulheres no conselho de administração é inferior. Considerando o ativo total verifica-se, no período em análise, uma tendência para ser nas empresas de maior dimensão que aparecem valores ausentes relativos à percentagem de administradores independentes o que, em certa medida, era expectável atendendo à prevalência de conselhos de administração de maior dimensão em empresas de maior dimensão. Os resultados do teste t nem sempre suportam a significância estatística da diferença entre empresas com e sem valores ausentes.

Para além das variáveis independentes, alargou-se a análise à hipotética relação entre os valores ausentes e as variáveis de interesse. Os resultados apurados com referência à rendibilidade do capital próprio (roe), também expressos no quadro 1 deste anexo, revelam a inexistência de indícios sobre a interligação com a presença de valores ausentes. Foi realizada idêntica análise (não reportada no quadro 1 deste anexo) para as variáveis mbr e rTotal sem que daí resultassem indicadores estatisticamente significativos sobre a existência de relação entre a presença de valores ausentes e essas variáveis. Adicionalmente (resultados também não reportados no quadro 1) foi observada a distribuição das empresas com valores ausentes pelos diferentes setores de atividade, sem que daí resultasse informação adicional relevante.

Fazendo idêntica análise para a distribuição por país, é notória especial incidência de valores ausentes nas empresas sediadas na Alemanha e na Suíça que representam entre 29,1% (2002) e 92,7% (2013) do total (Anexo 3, Quadro 2).

Anexo 3, Quadro 2 – Independência dos administradores – análise dos valores ausentes por país

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à independência dos administradores com base no país onde as empresas estão sediadas. As células vazias representam situações em que a percentagem de empresas com valores ausentes (Perc. Ausente) para a variável “percentagem de administradores independentes” é inferior à percentagem total de empresas (Perc. Total). A informação foi sistematizada por forma a incluir apenas os países em que há particular incidência de empresas com valores ausentes e apenas quando essa percentagem é superior a 5%. Os países indicados são: AT – Áustria, CH – Suíça, DE – Alemanha, DK – Dinamarca, ES – Espanha, FR – França, IT – Itália, NO – Noruega, PL – Polónia, SE – Suécia e TR – Turquia.

País	Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AT													
	Perc. Total	2,7	2,6	1,6									
	Perc. Ausente	7,5	8,3	7,5									
CH													
	Perc. Total	8,1	8,4	6,4	6,1	6,0	6,4	6,3	6,6	6,4	6,2	6,5	6,7
	Perc. Ausente	9,7	12,5	16,4	11,4	20,8	17,7	17,9	20,9	22,0	23,1	27,2	31,3
DE													
	Perc. Total	8,7	8,7	8,4	8,6	8,4	8,7	9,3	8,9	8,8	9,1	9,0	8,7
	Perc. Ausente	19,4	25	31,3	31,4	54,2	51,6	56,7	61,2	57,3	64,1	63,0	61,4
DK													
	Perc. Total	4,0	4,2										
	Perc. Ausente	6,5	8,3										
ES													
	Perc. Total			4,9									
	Perc. Ausente			6,0									
FR													
	Perc. Total				11,1								
	Perc. Ausente				17,1								
IT													
	Perc. Total	5,0	5,5										
	Perc. Ausente	7,5	8,3										
NO													
	Perc. Total				3,0	6,8		2,7					
	Perc. Ausente				8,6	8,3		7,5					
PL													
	Perc. Total									2,0	2,2	2,3	
	Perc. Ausente									7,3	6,4	7,4	
SE													

País	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Perc.												
Perc. Total	8,4	8,4	7,0	6,8	6,8							
Perc. Ausente	18,3	22,2	9,0	14,3	8,3							
TR												
Perc. Total									2,2			
Perc. Ausente									6,1			

Relativamente à antiguidade dos administradores no respetivo conselho de administração, os resultados apurados são apresentados no quadro 3.

Anexo 3, Quadro 3 – Antiguidade dos administradores – análise dos valores ausentes (teste t de student)

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à antiguidade dos administradores com base nas variáveis dimCA - dimensão do conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, ativo total (expresso em milhões de euros) e roe - rentabilidade do capital próprio. “Média-ausente” refere-se à média da variável de referência (variável sem ou quase sem valores ausentes) quando ocorre a ausência de valores na variável em estudo (neste caso, a antiguidade dos administradores). Por oposição, “média-presente” refere-se à média da variável de referência quando não ocorrem valores ausentes na variável em estudo. Os cálculos foram realizados para cada variável, com recurso ao programa SPSS, procedendo-se à divisão da amostra em grupos constituídos de acordo com o ano. Os valores da significância da estatística t de student (bilateral) identificados com * revelam que não se assumiu a homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias), enquanto que os valores identificados com ** referem-se à significância do teste t de student (bilateral), assumindo-se homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias). Número de observações = 7.643.

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estadísticas												
dimCA												
Média-ausente	12,46	12,93	11,69	12,69	13,20	13,74	13,24	13,59	14,11	13,70	13,07	12,32
Média-presente	10,60	10,79	10,22	10,24	10,38	10,28	10,30	10,21	10,26	10,17	10,17	10,08
Sig. t-student*	0,011	0,003	0,012	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
pMul												
Média-ausente	1,98	2,12	3,54	4,52	5,07	5,97	6,89	9,45	10,80	11,75	12,38	15,10
Média-presente	5,49	6,86	6,51	7,47	8,54	9,03	9,49	10,12	11,25	13,17	15,59	17,82
Sig. t-student**	0,001	0,000	0,007	0,008	0,012	0,028	0,063	0,640	0,739	0,302	0,026	0,059
ativo total												
Média-ausente	7232	7169	5965	10517	13619	14441	16132	11752	9604	9614	9290	9359
Média-presente	16467	15042	10790	11394	12308	12091	12063	12350	13212	13651	13819	13802
Sig. t-student*	0,001	0,002	0,009	0,740	0,778	0,559	0,403	0,879	0,102	0,079	0,060	0,062
roe												
Média-ausente	17,37	15,83	13,69	20,94	19,45	19,28	18,76	9,42	14,83	12,99	9,24	10,34
Média-presente	5,53	7,97	19,66	24,85	26,24	32,27	20,45	18,80	38,42	20,13	11,62	9,46
Sig. t-student**	0,113	0,257	0,528	0,629	0,068	0,177	0,834	0,443	0,497	0,459	0,758	0,920

Os resultados apresentados revelam que os valores ausentes relativos à antiguidade em funções dos membros do conselho de administração ocorrem em empresas com conselhos de administração de maior dimensão e essa diferença de dimensão é estatisticamente significativa, conforme decorre do teste t de student. Na mesma linha, considerando como variável de referência a percentagem de administradoras, os dados revelam que, excetuando o período de 2009 a 2011 no qual as diferenças não são estatisticamente significativas, em geral as empresas que apresentam valores ausentes para a variável antiguidade em funções dos administradores dispõem de menor percentagem de mulheres no conselho de administração. A análise do ativo total revela, em 7 dos anos analisados, que a presença de valores ausentes ocorre em empresas de menor dimensão o que, em

certa medida, é contrário à expectativa decorrente da análise da dimensão do conselho de administração.

Por fim, considerando a rendibilidade do capital próprio (roe), foi apenas identificada significância na diferença suscitada pelos valores ausentes num dos anos observado. Repetida a análise (resultados não reportados no quadro 3 deste anexo) para as variáveis mbr e rTotal, os resultados obtidos são comparáveis aos referentes à roe. Assim, não há evidência sistemática que as empresas com valores ausentes sejam estatisticamente diferentes, para estas três variáveis, das que não têm valores ausentes para a variável referente à antiguidade em funções dos administradores.

Da mesma forma como se havia procedido com a independência dos administradores, também se explorou a relação da ausência de valores e o setor de atividade e o país de origem das empresas em análise. No que se refere ao setor de atividade (detalhe não apresentado neste documento), não parece haver particular concentração em qualquer dos setores mantendo-se, ao longo de todo o período analisado, presença de valores ausentes em praticamente todos os setores em análise. Relativamente ao país onde estão sediadas as empresas, conforme expressa o quadro 4, há uma particular concentração de valores ausentes em empresas sediadas na Alemanha e na Turquia, mas também na Bélgica, Grécia e Itália que, contrariamente ao que acontecia relativamente à independência, evidencia uma maior diversidade.

Anexo 3, Quadro 4 – Antiguidade dos administradores – análise dos valores ausentes por país

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à antiguidade dos administradores com base no país onde as empresas estão sediadas. As células vazias representam situações em que a percentagem de empresas com valores ausentes (Perc. Ausente) para a variável “antiguidade dos administradores” é inferior à percentagem total de empresas (Perc. Total). A informação foi sistematizada por forma a incluir apenas os países em que há particular incidência de empresas com valores ausentes e apenas quando essa percentagem é superior a 5%. Os países indicados são: AT – Áustria, BE – Bélgica, DE – Alemanha, ES – Espanha, GR – Grécia, IT – Itália, NO – Noruega e TR – Turquia.

País	Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AT													
Perc. Total		2,7	2,6	1,6	1,7								
Perc. Ausente		10,3	11,7	7,2	5,4								
BE													
Perc. Total		4,0	3,9	2,9		2,8	2,7	2,9	2,8	2,8	2,7	2,7	2,7
Perc. Ausente		10,3	10,0	7,2		9,9	10,1	10,3	11,1	9,6	9,1	9,9	8,0
DE													
Perc. Total		8,7	8,7	8,4	8,6	8,4	8,7	9,3	8,9	8,8	9,1	9,0	8,7
Perc. Ausente		25,0	28,3	32,5	36,6	40,8	46,4	47,1	44,4	38,4	29,9	31,0	30,7
ES													
Perc. Total		4,7											
Perc. Ausente		7,4											
GR													
Perc. Total		2,3	2,3		1,7	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,2
Perc. Ausente		7,4	6,7		6,5	7,0	10,1	8,8	7,9	5,5	6,5	7,0	8,0
IT													
Perc. Total		5,0	5,5	4,1	3,9	3,8	4,0	4,2	3,9	4,0	3,9	3,8	3,8
Perc. Ausente		10,3	11,7	9,6	10,8	12,7	11,6	11,8	11,1	12,3	14,3	9,9	9,3
NO													
Perc. Total						3,0							

País	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Perc.					5,6							
Perc. Ausente												
TR												
Perc. Total							1,1	1,4	2,2	2,2	2,1	2,1
Perc. Ausente							7,4	11,1	19,2	20,8	22,5	18,7

Relativamente à percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais realizou-se idêntica análise cujos resultados são apresentados no quadro 5 com referência ao período 2002 a 2009 por, a partir de 2010, não existirem valores ausentes para esta variável (conforme já reportado).

Anexo 3, Quadro 5 – Competências dos administradores – análise dos valores ausentes (teste t de student)

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise (2002 a 2009 pois, a partir de 2009 não há valores ausentes), a análise dos valores ausentes para a variável referente às competências administradores com base nas variáveis dimCA - dimensão do conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, ativo total (expresso em milhões de euros), roe - rentabilidade do capital próprio e rTotal - risco total. “Média-ausente” refere-se à média da variável de referência (variável sem ou quase sem valores ausentes) quando ocorre a ausência de valores na variável em estudo (neste caso, as competências dos administradores). Por oposição, “média-presente” refere-se à média da variável de referência quando não ocorrem valores ausentes na variável em estudo. Os cálculos foram realizados para cada variável, com recurso ao programa SPSS, procedendo-se à divisão da amostra em grupos constituídos de acordo com o ano. Os valores da significância da estatística t de student (bilateral) identificados com * revelam que não se assumiu a homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias), enquanto que os valores identificados com ** referem-se à significância do teste t de student (bilateral), assumindo-se homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias). Número de observações = 7.643.

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Estadísticas								
dimCA								
Média-ausente	11,02	11,45	10,46	10,62	11,73	13,17	9,83	5,00
Média-presente	11,02	10,81	10,50	10,62	10,53	10,55	10,59	10,50
Sig. t-student**	0,992	0,208	0,916	0,994	0,007	0,001	0,630	0,150
pMul								
Média-ausente	4,29	5,77	5,85	6,41	8,45	5,52	1,52	0,00
Média-presente	5,73	6,20	6,21	7,48	8,08	8,83	9,30	10,08
Sig. t-student**	0,150	0,671	0,673	0,187	0,769	0,144	0,083	0,352
ativo total								
Média-ausente	12972	10953	5488	6066	7005	8791	3190	2353
Média-presente	18105	17713	15869	15534	13385	12473	12542	12312
Sig. t-student*	0,217	0,055	0,000	0,000	0,000	0,095	0,001	0,717
roe								
Média-ausente	11,78	12,16	13,83	21,03	25,39	23,65	19,49	29,59
Média-presente	-1,20	5,21	24,94	26,88	25,47	31,16	20,29	17,97
Sig. t-student**	0,067	0,220	0,118	0,318	0,981	0,633	0,975	0,900
rTotal								
Média-ausente	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,01
Média-presente	0,03	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02	0,05	0,03
Sig. t-student*	0,001	0,023	0,299	0,000	0,009	0,617	0,060	0,141

Considerando a dimensão do conselho de administração, conforme decorre do quadro 5 deste anexo, contrariamente ao que aconteceu nos casos anteriores, não há evidência sistemática que a presença de valores ausentes ao nível das competências dos administradores tenha particular incidência nas empresas com maiores conselhos de administração (acontece apenas em 2006 e 2007). Considerando a forte concentração de valores ausentes da variável competências dos administradores nos primeiros anos em

análise, os resultados para esses anos são muito claros quanto à ausência de diferenças nas subamostras. Idênticas conclusões são retiradas quando, em vez da dimensão do conselho de administração, se considera a percentagem de administradoras. A análise do ativo total revela que os valores ausentes relativos à variável competências dos administradores ocorrem, principalmente, nas empresas de menor dimensão, sendo esta diferença estatisticamente significativa no período compreendido entre 2003 e 2008.

No que se refere à rentabilidade do capital próprio (roe), apenas no primeiro ano existe evidência de diferenças associadas à presença de valores ausentes. Os resultados apurados considerando o mbr (não reportados neste documento) revelam que não existe qualquer teste t estatisticamente significativo. No que se refere ao risco total (rTotal), existe evidência de diferenças significativas ao nível do risco entre as empresas com valores ausentes na variável competências dos administradores e as restantes. Estas diferenças, no entanto, não são sempre no mesmo sentido, ou seja, em alguns casos correspondem a maior risco total nas empresas com valores ausentes (2005 e 2006) e outras a menor risco total nas empresas com valores ausentes (2002, 2003 e 2008).

Também neste caso se observou a distribuição de valores ausentes por setor de atividade e por país de origem das empresas. Relativamente ao setor de atividade (resultados não apresentados), em geral, as frequências de empresas com valores ausentes por setor aproximam-se das frequências da totalidade das empresas, não se vislumbrando particular incidência sistemática (ou seja, ao longo de todo o período em análise) em qualquer dos setores que estão representados na amostra. Apenas nos últimos anos, em que o número de valores ausentes é reduzido, começam a sobressair percentagens elevadas em determinados setores mas, nestes anos, basta um valor ausente para que, percentualmente, o valor seja elevado. No que se refere ao país (reportam-se resultados apenas até 2007 pois, em 2008, basta um valor ausente para representar 16,7% do total de valores ausentes), os resultados apurados são apresentados no quadro 6.

Anexo 3, Quadro 6 – Competências dos administradores – análise dos valores ausentes por país

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente às competências dos administradores com base no país onde as empresas estão sediadas. As células vazias representam situações em que a percentagem de empresas com valores ausentes (Perc. Ausente) para a variável “competências dos administradores” é inferior à percentagem total de empresas (Perc. Total). A informação foi sistematizada por forma a incluir apenas os países em que há particular incidência de empresas com valores ausentes e apenas quando essa percentagem é superior a 5%. Os países indicados são: AT – Áustria, BE – Bélgica, DE – Alemanha, DK – Dinamarca, ES – Espanha e SE – Suécia.

País	Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007
AT	Perc. Total						2,0
	Perc. Ausente						12,5
BE	Perc. Total		3,9		2,9		
	Perc. Ausente		5,2		5,3		
DE	Perc. Total				8,6	8,4	8,7
	Perc. Ausente				10,5	23,3	41,7
DK	Perc. Total					2,5	2,7

País	Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	Perc. Ausente					6,7	12,5
ES	Perc. Total	4,7	4,9	4,9		4,6	4,4
	Perc. Ausente	6,0	7,3	6,9		10,0	12,5
SE	Perc. Total	8,4	8,4	7,0	6,8	6,8	6,2
	Perc. Ausente	10,6	11,0	9,1	9,0	15,6	8,3

Centrando a análise no número de reuniões do conselho de administração, replicando a aplicação do teste t de *student*, são obtidos os resultados apresentados no quadro 7.

Anexo 3, Quadro 7 – Número de reuniões do conselho de administração – análise dos valores ausentes (teste t de student)

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente ao número de reuniões do conselho de administração com base nas variáveis dimCA - dimensão do conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, ativo total (expresso em milhões de euros), roe - rentabilidade do capital próprio e rTotal - risco total. “Média-ausente” refere-se à média da variável de referência (variável sem ou quase sem valores ausentes) quando ocorre a ausência de valores na variável em estudo (neste caso, o número de reuniões do conselho de administração). Por oposição, “média-presente” refere-se à média da variável de referência quando não ocorrem valores ausentes na variável em estudo. Os cálculos foram realizados para cada variável, com recurso ao programa SPSS, procedendo-se à divisão da amostra em grupos constituídos de acordo com o ano. Os valores da significância da estatística t de student (bilateral) identificados com * revelam que não se assumiu a homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias), enquanto que os valores identificados com ** referem-se à significância do teste t de student (bilateral), assumindo-se homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias). Número de observações = 7.643.

Variável	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Estadísticas												
dimCA												
Média-ausente	10,49	10,48	8,33	8,87	9,13	9,68	9,36	9,73	9,46	9,28	9,43	8,71
Média-presente	11,19	11,32	10,67	10,75	10,79	10,70	10,64	10,53	10,68	10,56	10,45	10,34
Sig. t-student**	0,243	0,247	0,000	0,004	0,024	0,143	0,060	0,265	0,062	0,048	0,145	0,021
pMul												
Média-ausente	5,57	7,55	7,03	7,66	10,40	9,75	9,01	10,72	10,65	11,92	13,97	17,03
Média-presente	4,41	5,68	5,92	6,96	8,02	8,65	9,24	10,04	11,23	13,09	15,37	17,59
Sig. t-student*	0,334	0,264	0,533	0,734	0,363	0,660	0,925	0,764	0,777	0,623	0,606	0,855
ativo total												
Média-ausente	6163	5895	2688	3693	4134	4649	5713	5259	5387	5789	7371	7425
Média-presente	16920	14706	10633	11795	12866	12759	12798	12598	13247	13615	13661	13610
Sig. t-student*	0,000	0,003	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002	0,004	0,001	0,002	0,054	0,065
roe												
Média-ausente	5,03	4,31	11,19	9,75	18,71	20,87	27,10	14,54	12,70	9,69	3,81	-43,1
Média-presente	9,22	10,31	19,33	25,26	25,81	31,44	19,94	18,14	37,37	19,90	11,70	11,45
Sig. t-student**	0,577	0,456	0,528	0,188	0,192	0,106	0,427	0,525	0,835	0,604	0,457	0,000
rTotal												
Média-ausente	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03
Média-presente	0,03	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Sig. t-student**	0,169	0,569	0,000	0,000	0,000	0,008	0,735	0,345	0,028	0,006	0,007	0,000

A análise dos resultados relativos à incidência de valores ausentes de acordo com a dimensão do conselho de administração apresentados revela, em 7 dos 12 anos analisados, a prevalência de valores ausentes em empresas que têm conselhos de administração de menor dimensão. Nos restantes anos, apesar da significância do teste t de student não dar suporte estatístico à diferença existente, o sentido da diferença nas médias mantém-se. A utilização da variável referente à percentagem de mulheres no conselho de administração

não revela a existência de qualquer diferença estatisticamente significativa entre as empresas com valores ausentes para a variável número de reuniões do conselho de administração e as restantes. Os resultados que decorrem da análise do ativo total evidenciam, ao longo de todo o período, diferenças estatisticamente significativas entre a dimensão das empresas com valores ausentes para o número de reuniões do conselho de administração e as restantes. As empresas com valores ausentes apresentam, em média, menor dimensão (ativo total).

Com referência à rentabilidade do capital próprio (roe), apesar das aparentes diferenças na rentabilidade média entre as empresas com e sem valores ausentes, os resultados do teste t de student apenas são significativos no ano 2012, pelo que não há evidência de, ao longo do período em análise, as empresas com valores ausentes serem diferentes das restantes em termos do número de reuniões do conselho de administração. Repetida a análise para a variável mbr, os resultados não divergem dos obtidos para a rentabilidade do capital próprio.

No período compreendido entre 2004 e 2012, com exceção para os anos 2008 e 2009 que coincidem com a crise financeira internacional, o risco total, conforme decorre da significância do teste t, é significativamente diferente entre as empresas com e sem valores ausentes na variável que regista o número de reuniões dos conselhos de administração. Observa-se, neste quadro, que as empresas com valores ausentes apresentam maior risco total.

Considerando o setor de atividade, vislumbram-se algumas particularidades na distribuição dos valores ausentes, conforme se reporta no quadro 8. No entanto, numa perspetiva mais abrangente, apesar da continuidade da incidência de valores ausentes nos cuidados de saúde e petróleo e gás, os desvios não são muito elevados e, na realidade, quase todos os setores de atividade acabam por ter em determinado momento algum protagonismo em termos dos valores ausentes (face ao leque inicial de setores, apenas dois não têm em qualquer dos anos valores ausentes em percentagem superior ao seu peso na amostra)

Anexo 3, Quadro 8 – Número de reuniões do conselho de administração – análise dos valores ausentes por setor de atividade

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente ao número de reuniões do conselho de administração com base no setor de atividade. As células vazias representam situações em que a percentagem de empresas com valores ausentes (Perc. Ausente) para a variável “número de reuniões do conselho de administração” é inferior à percentagem total de empresas (Perc. Total). A informação foi sistematizada por forma a incluir apenas os setores em que há particular incidência de empresas com valores ausentes e apenas quando essa percentagem é superior a 5%. Os setores indicados são: AUTMB – indústria automóvel, BRESR – recursos básicos, CHMCL – indústria química, CNSTM – construção e materiais, FDBEV – alimentação e bebidas, FINSV – serviços financeiros (não inclui bancos e seguradoras), HLTHC – cuidados de saúde, INDGS – bens e serviços industriais, MEDIA – comunicação social, OILGS – petróleo e gás, PERHH – bens pessoais e domésticos, RLEST – imobiliário, RTAIL – retalho, TECNO – tecnologia e TRLES – viagens e lazer.

Sector	Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AUTMB													
Perc. Total								2,4	2,3	2,3	2,2	2,1	
Perc. Ausente								6,1	6,7	5,4	5,6	6,7	
BRESR													

Setor	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Perc.												
Perc. Total				3,7	3,8	4,4	5,0				5,9	
Perc. Ausente				5,1	6,7	5,9	6,1				6,7	
CHMCL												
Perc. Total			3,5									
Perc. Ausente			5,0									
CNSTM												
Perc. Total				5,9	5,8	5,9	5,9	5,7	5,6	5,4	5,2	5,0
Perc. Ausente				7,7	10,0	8,8	12,1	13,3	8,1	8,3	6,7	10,7
FDBEV												
Perc. Total	4,4							4,1	4,2			
Perc. Ausente	5,6							6,7	8,1			
FINSV												
Perc. Total	3,7						5,9	5,8	5,5	5,4	5,2	5,2
Perc. Ausente	7,0						12,1	10,0	8,1	8,3	10,0	10,7
HLTHC												
Perc. Total		6,5	5,3	5,2	5,5	5,9	5,7	6,2	6,1	5,8	5,8	6,0
Perc. Ausente		11,9	7,5	12,8	16,7	14,7	15,2	13,3	13,5	8,3	6,7	10,7
INDGS												
Perc. Total	22,5		21,7	21,1								
Perc. Ausente	25,4		30,0	23,1								
MEDIA												
Perc. Total		7,1										
Perc. Ausente		9,5										
OILGS												
Perc. Total	4,4	4,5	6,8	6,8	6,8	6,7	7,2	7,2	7,2	7,4	7,3	7,0
Perc. Ausente	5,6	7,1	17,5	17,9	20,0	20,6	15,2	13,3	10,8	13,9	10,0	10,7
PERHH												
Perc. Total	6,0	5,8	5,3	5,9	6,0		5,3	5,3			5,4	5,8
Perc. Ausente	8,5	9,5	7,5	7,7	6,7		6,1	6,7			10,0	10,7
RLEST												
Perc. Total	5,0	4,9	6,4	5,9	5,8						6,1	
Perc. Ausente	7,0	7,1	7,5	7,7	6,7						6,7	
RTAIL												
Perc. Total		6,1	6,1									
Perc. Ausente		7,1	10,0									
TECNO												
Perc. Total								5,7	5,5	5,4	5,4	5,3
Perc. Ausente								6,7	8,1	8,3	10,0	10,7
TRLES												
Perc. Total	5,7											
Perc. Ausente	7,0											

Relativamente à importância do país de origem das empresas, os resultados apurados são apresentados no quadro 9 e evidenciam a distribuição dos valores ausentes por um conjunto de países que, entre si, vão variando em termos do país que está associado a maior número de empresas com valores ausente.

Anexo 3, Quadro 9 – Número de reuniões do conselho de administração – análise dos valores ausentes por país

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente ao número de reuniões do conselho de administração com base no país onde as empresas estão sediadas. As células vazias representam situações em que a percentagem de empresas com valores ausentes (Perc. Ausente) para a variável “número de reuniões do conselho de administração” é inferior à percentagem total de empresas (Perc. Total). A informação foi sistematizada por forma a incluir apenas os países em que há particular incidência de empresas com valores ausentes e apenas quando essa percentagem é superior a 5%. Os países indicados são: AT – Áustria, BE – Bélgica, CH – Suíça, DE – Alemanha, DK – Dinamarca, ES – Espanha, GB – Grã-Bretanha, GR – Grécia, IT – Itália, NO – Noruega, PL – Polónia e TR – Turquia.

País Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
AT												
Perc. Total			1,6	1,7	1,8							
Perc. Ausente			5,0	5,1	6,7							
BE												
Perc. Total												
Perc. Ausente												
CH												
Perc. Total		8,4	6,4	6,1				6,6	6,4			
Perc. Ausente		11,9	10,0	7,7				10,0	8,1			
DE												
Perc. Total		8,7										
Perc. Ausente		9,5										
DK												
Perc. Total	4,0	4,2	2,7	2,5	2,5	2,7	2,6	2,4	2,7	2,6	2,5	2,6
Perc. Ausente	9,9	16,7	15,0	15,4	20,0	17,6	18,2	16,7	10,8	5,6	6,7	7,1
ES												
Perc. Total					4,6	4,4	4,3	4,3	4,2	4,3	4,3	4,5
Perc. Ausente					10,0	8,8	6,1	6,7	8,1	8,3	6,7	7,1
GB												
Perc. Total	24,5											
Perc. Ausente	33,8											
GR												
Perc. Total	2,3	2,3	1,6	1,7	1,7	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,2
Perc. Ausente	8,5	14,3	15,0	23,1	26,7	29,4	30,3	20,0	16,2	16,7	20,0	21,4
IT												
Perc. Total	5,0	5,5										
Perc. Ausente	5,6	7,1										
NO												
Perc. Total	3,4	3,2	3,1	3,0	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	2,2
Perc. Ausente	7,0	11,9	17,5	23,1	30,0	26,5	15,2	13,3	8,1	8,3	10,0	14,3
PL												
Perc. Total							0,6		2,0		2,3	1,6
Perc. Ausente							6,1		21,6		20,0	17,9
TR												
Perc. Total							1,1	1,4	2,2	2,2	2,1	2,1
Perc. Ausente							12,1	16,7	18,9	22,2	23,3	14,3

Os resultados referentes aos valores ausentes da variável que apresenta a informação referente à participação de cada administrador noutros conselhos de administração estão sistematizados no quadro 10.

Anexo 3, Quadro 10 – Participação noutros conselhos de administração – análise dos valores ausentes (teste t de student)

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise (no período 2009 a 2012 não há valores ausentes), a análise dos valores ausentes para a variável referente à participação noutros conselho de administração com base nas variáveis dimCA - dimensão do conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, ativo total (expresso em milhões de euros) e roe - rendibilidade do capital próprio. “Média-ausente” refere-se à média da variável de referência (variável sem ou quase sem valores ausentes) quando ocorre a ausência de valores na variável em estudo (neste caso, a participação noutros conselhos de administração). Por oposição, “média-presente” refere-se à média da variável de referência quando não ocorrem valores ausentes na variável em estudo. Os cálculos foram realizados para cada variável, com recurso ao programa SPSS, procedendo-se à divisão da amostra em grupos constituídos de acordo com o ano. Os valores da significância da estatística t de student (bilateral) identificados com * revelam que não se assumiu a homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias), enquanto que os valores identificados com ** referem-se à significância do teste t de student (bilateral), assumindo-se homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias). Número de observações = 7.643.

Variável Estatísticas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2013
dimCA								
Média-ausente	11,03	11,46	9,83	10,61	11,19	11,47	10,40	17,00
Média-presente	11,02	11,16	10,57	10,62	10,68	10,62	10,58	10,28
Sig. t-student**	0,982	0,672	0,169	0,977	0,477	0,353	0,915	0,067
pMul								
Média-ausente	3,40	3,18	2,40	3,50	2,41	6,03	14,17	0,00
Média-presente	5,05	6,42	6,54	7,37	8,46	8,79	9,20	17,59
Sig. t-student*	0,118	0,003	0,000	0,000	0,000	0,214	0,513	0,139
ativo total								
Média-ausente	10298	5260	5207	4800	5977	4474	2585	11803
Média-presente	15524	14987	10709	11937	12793	12573	12533	13399
Sig. t-student*	0,240	0,000	0,002	0,000	0,000	0,000	0,000	0,959
roe								
Média-ausente	21,87	19,17	20,19	21,81	18,88	27,15	22,71	-0,21
Média-presente	4,34	7,77	18,44	24,51	25,83	31,00	20,27	9,55
Sig. t-student*	0,080	0,042	0,740	0,536	0,049	0,551	0,774	0,893

A significância do teste t de student referente à interligação entre os valores ausentes da participação noutros conselhos de administração (mExt) e a dimensão do conselho de administração revela, conforme os resultados apresentados, que as diferenças existentes não são estatisticamente significativas. Em 2013, os resultados referem-se a um valor ausente. De 2009 a 2012 não existem valores ausentes, razão pela qual não são reportados resultados. Os resultados apurados com base na percentagem de administradoras revelam a existência de diferenças estatisticamente significativas no período de 2003 a 2006, em que as empresas com valores ausentes têm menor percentagem de administradoras. Na mesma linha, recorrendo ao ativo total, verifica-se que as empresas de menor dimensão apresentam maior incidência de valores ausentes na variável relativa à participação noutros conselhos de administração, sendo estas diferenças estatisticamente significativas para o período de 2003 a 2008.

Os resultados referentes à rendibilidade do capital próprio (roe) acabam por não ser consistentes, verificando-se ao longo dos anos em que existem valores ausentes significâncias do teste t que suportam a existência de diferenças estatisticamente significativas e outros anos em que tal não acontece. Mesmo nos anos em que as diferenças são estatisticamente significativas correspondem a situações em que as empresas com valores ausentes têm melhores e piores rendibilidades que as restantes.

Nesta medida, os resultados apurados para o mbr (não apresentados no presente documento) revelam a ausência de diferenças significativas entre as empresas com valores ausentes e sem valores ausentes. Os resultados para o risco total (também não apresentados no presente documento) estão em linha com os obtidos para a roe, não sendo possível retirar conclusões extensíveis a todo o período em análise.

Tomando em consideração o setor de atividade e o país onde estão sediadas as empresas que constituem a amostra, a análise das implicações em termos do setor de atividade não permitem destacar qualquer setor com particular incidência de valores ausentes (resultados não incluídos neste documento). De forma semelhante, em termos do país que acolhe a sede das empresas, há uma distribuição dos valores ausentes pelos diversos países, apesar de pontualmente, fruto do reduzido número de empresas, em termos percentuais se alcançarem valores elevados, conforme se apresenta no quadro 11.

Anexo 3, Quadro 11 – Participação noutros conselhos de administração – análise dos valores ausentes por país

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à participação noutros conselhos de administração com base no país onde as empresas estão sediadas. As células vazias representam situações em que a percentagem de empresas com valores ausentes (Perc. Ausente) para a variável “participação noutros conselhos de administração” é inferior à percentagem total de empresas (Perc. Total). A informação foi sistematizada por forma a incluir apenas os países em que há particular incidência de empresas com valores ausentes e apenas quando essa percentagem é superior a 5%. Os países indicados são: AT – Áustria, BE – Bélgica, CH – Suíça, DE – Alemanha, DK – Dinamarca, ES – Espanha, FI – Finlândia, GR – Grécia, IT – Itália e NO – Noruega.

País	Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2013
AT	Perc. Total	2,7	2,6			1,8	2,0		
	Perc. Ausente	7,7	8,7			6,3	5,3		
BE	Perc. Total	4,0	3,9		2,9	2,8	2,7	2,9	
	Perc. Ausente	10,8	13,0		7,1	9,4	15,8	60,0	
CH	Perc. Total								6,7
	Perc. Ausente								100,0
DE	Perc. Total				8,6	8,4	8,7		
	Perc. Ausente				10,7	12,5	10,5		
DK	Perc. Total	4,0	4,2				2,7		
	Perc. Ausente	7,7	6,5				5,3		
ES	Perc. Total	4,7	4,9	4,9	4,6	4,6	4,4		
	Perc. Ausente	9,2	13,0	11,1	5,4	12,5	21,1		
FI	Perc. Total						3,2	3,2	
	Perc. Ausente						5,3	20,0	
GR	Perc. Total	2,3	2,3	1,6	1,7	1,7	1,8		
	Perc. Ausente	6,2	6,5	6,3	8,9	18,8	26,3		
IT	Perc. Total	5,0	5,5	4,1	3,9	3,8			
	Perc. Ausente	12,3	10,9	11,1	10,7	9,4			
NO	Perc. Total				3,0				
	Perc. Ausente				5,4				

Considerando a percentagem de administradores executivos, foi realizada idêntica análise com o propósito de compreender em que medida as empresas com valores ausentes se distinguem das empresas sem valores ausentes. Os resultados apurados são reportados no quadro 12.

Anexo 3, Quadro 12 – Percentagem de administradores executivos – análise dos valores ausentes (teste t de student)

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise (no período 2009 a 2013 não há valores ausentes), a análise dos valores ausentes para a variável referente à percentagem de administradores executivos com base nas variáveis dimCA - dimensão do conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, ativo total (expresso em milhões de euros) e roe - rentabilidade do capital próprio. “Média-ausente” refere-se à média da variável de referência (variável sem ou quase sem valores ausentes) quando ocorre a ausência de valores na variável em estudo (neste caso, a percentagem dos administradores executivos). Por oposição, “média-presente” refere-se à média da variável de referência quando não ocorrem valores ausentes na variável em estudo. Os cálculos foram realizados para cada variável, com recurso ao programa SPSS, procedendo-se à divisão da amostra em grupos constituídos de acordo com o ano. Os valores da significância da estatística t de student (bilateral) identificados com * revelam que não se assumiu a homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias), enquanto que os valores identificados com ** referem-se à significância do teste t de student (bilateral), assumindo-se homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias). Número de observações = 7.643.

Variável Estatísticas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
dimCA							
Média-ausente	12,39	14,24	10,65	11,69	8,50	12,00	11,50
Média-presente	10,80	10,94	10,47	10,59	10,71	10,64	10,58
Sig. t-student**	0,073	0,003	0,867	0,286	0,377	0,660	0,650
pMul							
Média-ausente	2,32	4,05	4,93	5,59	7,15	15,22	34,23
Média-presente	5,07	6,10	6,05	7,04	8,14	8,67	9,16
Sig. t-student**	0,033	0,249	0,624	0,560	0,898	0,232	0,001
ativo total							
Média-ausente	19772	16340	6413	10411	4313	6520	2738
Média-presente	13509	13280	10123	11282	12458	12374	12489
Sig. t-student*	0,203	0,589	0,504	0,892	0,671	0,649	0,614
roe							
Média-ausente	4,87	7,59	-12,0	13,73	14,55	42,62	83,51
Média-presente	8,79	9,67	19,79	24,55	25,49	30,81	20,10
Sig. t-student**	0,669	0,836	0,095	0,544	0,595	0,756	0,156

Conforme decorre do quadro, a dimensão do conselho de administração em 2002 e 2003 é distinta nas empresas com valores ausentes, tendo maior dimensão os conselhos de administração das empresas para as quais é desconhecida a percentagem de administradores executivos. Nos restantes anos as diferenças existentes, de acordo com os resultados do teste t de student, não são significativas. Considerando a percentagem de administradoras, os resultados apurados revelam uma diferença estatisticamente significativa no ano 2002 e no ano 2008 (embora aqui se tratem apenas de duas empresas com valores ausentes), não havendo nos restantes anos diferenças que, de acordo com o teste realizado, se mostrem relevantes. Replicada a análise com referência ao ativo total, os resultados apurados não permitem identificar diferenças estatisticamente significativas entre as empresas para as quais está disponível a informação sobre a percentagem de administradores executivos e as restantes.

Relativamente à rentabilidade do capital próprio (roe), os resultados apurados não suportam a existência de diferenças estatisticamente significativas ao longo do período em análise, com ressalva para o ano 2004 em que a rentabilidade das empresas com valores ausentes é negativa. Realizada idêntica análise para as variáveis mbr e rTotal (resultados não apresentados neste documento), os resultados revelam que não existe, em qualquer dos anos, evidência de diferenças estatisticamente significativas entre as empresas com e sem valores ausentes.

Complementarmente, também se analisou o setor de atividade e o país de origem das empresas em apreço. No que se refere ao setor, não há evidência de uma concentração anormal de valores ausentes em qualquer dos setores. Relativamente ao país em que as empresas estão sediadas, de acordo com os resultados reportados no quadro 13, revelam particular incidência de valores ausentes na Alemanha e na França.

Anexo 3, Quadro 13 – Percentagem de administradores executivos – análise dos valores ausentes por país

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à percentagem de administradores executivos com base no país onde as empresas estão sediadas. As células vazias representam situações em que a percentagem de empresas com valores ausentes (Perc. Ausente) para a variável “percentagem de administradores executivos” é inferior à percentagem total de empresas (Perc. Total). A informação foi sistematizada por forma a incluir apenas os países em que há particular incidência de empresas com valores ausentes e apenas quando essa percentagem é superior a 5%. Os países indicados são: AT – Áustria, DE – Alemanha, DK – Dinamarca, ES – Espanha, FR – França, IT – Itália, NO – Noruega e SE – Suécia.

País Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
AT							
Perc. Total		2,6	1,6	1,7	1,5	2,0	
Perc. Ausente		8,0	5,9	6,3	50,0	25,0	
DE							
Perc. Total	8,7	8,7	8,4	8,6		8,7	
Perc. Ausente	22,0	24,0	17,6	12,5		25,0	
DK							
Perc. Total			2,7				
Perc. Ausente			5,9				
ES							
Perc. Total	4,7			4,6			
Perc. Ausente	7,3			6,3			
FR							
Perc. Total	12,8	12,6	10,7	11,1	11,1		
Perc. Ausente	26,8	20,0	35,3	43,8	50,0		
IT							
Perc. Total	5,0	5,5	4,1	3,9			
Perc. Ausente	12,2	12,0	5,9	12,5			
NO							
Perc. Total			3,1				
Perc. Ausente			5,9				
SE							
Perc. Total	8,4	8,4	7,0	6,8		6,2	6,0
Perc. Ausente	9,8	16,0	17,6	18,8		50,0	100,0

Por fim, no que se refere à concentração acionista, os valores ausentes são semelhantes para as 3 variáveis (criadas a partir da mesma base de dados). Assim, bastará analisar uma para descrever as características das empresas com valores ausentes. No quadro 14 apresentam-se os principais resultados, incluindo a significância do teste t de *student*.

Anexo 3, Quadro 14 – Concentração acionista – análise dos valores ausentes (teste t de student)

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à concentração acionista com base nas variáveis dimCA - dimensão do conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, ativo total (expresso em milhões de euros), roe - rentabilidade do capital próprio e rTotal - risco total. “Média-ausente” refere-se à média da variável de referência (variável sem ou quase sem valores ausentes) quando ocorre a ausência de valores na variável em estudo (neste caso, a concentração acionista). Por oposição, “média-presente” refere-se à média da variável de referência quando não ocorrem valores ausentes na variável em estudo. Os cálculos foram realizados para cada variável, com recurso ao programa SPSS, procedendo-se à divisão da amostra em grupos constituídos de acordo com o ano. Os valores da significância da estatística t de student (bilateral) identificados com * revelam que não se assumiu a homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias), enquanto que os valores identificados com ** referem-se à significância do teste t de student (bilateral), assumindo-se homogeneidade das variâncias (decorrente do teste de Levene para igualdade de variâncias). Número de observações = 7.643.

Variável Estatísticas	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
dimCA												
Média-ausente	10,69	10,78	10,16	10,80	10,82	10,57	10,27	10,41	10,74	10,92	10,31	9,93
Média-presente	11,68	11,86	10,64	10,60	10,70	10,65	10,61	10,50	10,61	10,46	10,43	10,33
Sig. t-student**	0,063	0,033	0,210	0,719	0,832	0,892	0,486	0,852	0,778	0,328	0,787	0,353
pMul												
Média-ausente	4,79	5,94	5,66	5,64	6,18	5,88	6,98	8,28	9,22	11,70	12,64	14,64
Média-presente	4,49	5,92	6,20	7,15	8,31	8,97	9,46	10,25	11,42	13,17	15,59	17,98
Sig. t-student**	0,747	0,984	0,537	0,276	0,188	0,047	0,084	0,146	0,101	0,298	0,032	0,019
ativo total												
Média-ausente	12854	12045	8548	12458	20017	18884	16041	14979	17496	19962	20864	19574
Média-presente	17453	15841	10767	11134	11743	11762	12110	12026	12402	12636	12695	12731
Sig. t-student*	0,182	0,214	0,274	0,754	0,185	0,162	0,391	0,492	0,288	0,199	0,168	0,226
roe												
Média-ausente	5,50	9,93	18,49	24,01	22,08	21,36	24,78	29,45	32,58	7,82	1,77	7,48
Média-presente	13,76	8,84	18,76	24,27	25,77	31,73	19,84	16,83	36,54	20,55	12,38	9,76
Sig. t-student*	0,217	0,847	0,970	0,979	0,391	0,338	0,557	0,288	0,910	0,206	0,159	0,793
rTotal												
Média-ausente	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,04	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Média-presente	0,02	0,02	0,02	0,01	0,02	0,02	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02
Sig. t-student**	0,438	0,730	0,887	0,117	0,123	0,036	0,000	0,007	0,026	0,145	0,539	0,001

Excetuando os dois primeiros anos, em que a ocorrência de valores ausentes com referência às variáveis de concentração acionista é particularmente elevada, não existe, conforme decorre da análise do quadro, evidência estatisticamente significativa da diferença ao nível da dimensão do conselho de administração entre as empresas com e sem valores ausentes. Considerando a percentagem de mulheres, verifica-se que em 4 anos (2007, 2008, 2012 e 2013) existe evidência estatisticamente significativa sobre a diferença entre empresas em que a concentração acionista é conhecida e empresas em que a concentração acionista é desconhecida. Nesses 4 anos, a percentagem de mulheres é superior quando não existem valores ausentes. Repetindo a análise com recurso à variável ativo total, os resultados apurados não sustentam a significância estatística das diferenças ao nível do ativo total suscitadas pela presença de valores ausentes numa subamostra de empresas.

Considerando para efeitos desta análise a rentabilidade do capital próprio (roe), os resultados apurados para a significância do teste t de *student* não evidenciam a existência de diferenças estatisticamente significativas e entre a rentabilidade do capital próprio das

empresas com valores para as variáveis de concentração acionistas e as empresas que não dispõem dessa informação. Repetida a análise para a variável mbr são obtidos idênticos resultados (não apresentados neste documento). Por fim, no que se refere ao risco total (rTotal), os resultados revelam que nos anos 2007 a 2010 e 2013 o teste t de student à diferença entre as médias apuradas para as empresas com e sem valores ausentes é significativo. Analisando em detalhe as médias, verifica-se que as empresas com valores ausentes nos anos indicados apresentam maior risco total que as restantes empresas.

Em termos do setor de atividade, realça-se uma concentração elevada e sistemática de valores ausentes nas empresas de serviços financeiros, conforme se reporta no quadro 15.

Anexo 3, Quadro 15 – Concentração acionista – análise dos valores ausentes no setor dos serviços financeiros

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à concentração acionista com base no setor dos serviços financeiros.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Perc. Total	3,7	3,6	5,9	5,1	5,0	5,6	5,9	5,8	5,5	5,4	5,2	5,2
Perc. Ausente	5,6	5,9	12,9	30,4	32,0	33,3	32,8	34,3	32,4	31,5	29,5	28,4

Foi realizada análise semelhante para o país onde as empresas estão sediadas. Os resultados apresentados no quadro 16 revelam, apesar de alguma incidência superior de valores ausentes em empresas sediadas na Grã-Bretanha e, mais recentemente, na Turquia, que o setor de atividade é muito mais expressivo neste âmbito (talvez pela intrincada estrutura acionista) que o país onde a empresa está sediada.

Anexo 3, Quadro 16 – Concentração acionista – análise dos valores ausentes por país

O quadro apresenta, para cada um dos anos em análise, a análise dos valores ausentes para a variável referente à concentração acionista com base no país onde as empresas estão sediadas. As células vazias representam situações em que a percentagem de empresas com valores ausentes (Perc. Ausente) para a variável “concentração acionista” é inferior à percentagem total de empresas (Perc. Total). A informação foi sistematizada por forma a incluir apenas os países em que há particular incidência de empresas com valores ausentes e apenas quando essa percentagem é superior a 5%. Os países indicados são: CH – Suíça, DE – Alemanha, IT – Itália, NL – Holanda, NO – Noruega, SE – Suécia e TR – Turquia.

País / Perc.	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
CH												
Perc. Total			6,4			6,4		6,6			6,5	6,7
Perc. Ausente			9,9			7,4		7,1			7,7	7,4
DE												
Perc. Total		8,7	8,4	8,6	8,4	8,7	9,3	8,9	8,8	9,1	9,0	8,7
Perc. Ausente		9,1	10,5	14,3	16,0	16,7	14,1	12,9	13,5	13,7	12,8	12,3
GB												
Perc. Total	24,5	24,3	38,3	37,7	37,9	36,5	35,0	36,4	34,8			
Perc. Ausente	33,3	33,2	44,4	51,8	46,0	44,4	40,6	40,0	36,5			
IT												
Perc. Total				3,9	3,8	4,0	4,2	3,9	4,0	3,9	3,8	
Perc. Ausente				7,1	8,0	7,4	7,8	7,1	6,8	6,8	6,4	
NL												
Perc. Total	4,7	4,5										
Perc. Ausente	6,1	5,9										
NO												
Perc. Total				3,0	3,0	2,9	2,7	2,6	2,4	2,3	2,3	
Perc. Ausente				7,1	8,0	7,4	6,3	5,7	5,4	5,5	5,1	
SE												

País	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Perc.												
Perc. Total	8,4	8,4	7,0									
Perc. Ausente	10,1	10,2	9,4									
TR												
Perc. Total							1,1	1,4	2,2	2,2	2,1	2,1
Perc. Ausente							9,4	11,4	14,9	16,4	15,4	16,0

Anexo 4 – Quadros de resultados da análise de dados em painel e de testes de especificação

Anexo 4, Quadro 1 – Resultados do modelo para a rendibilidade do ativo

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse rendibilidade do ativo utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.751 observações de 674 empresas distintas.

R-sq:		Obs per group:	
within = 0.0552		min =	1
between = 0.0425		avg =	7.0
overall = 0.0544		max =	12
		Wald chi2(41) =	238.39
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Prob > chi2 =	0.0000

(Std. Err. adjusted for 674 clusters in emp)

ln_roa	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
LnDimCA	-.0235023	.0115699	-2.03	0.042	-.0461789 -.0008256
pInd	5.87e-06	.0001284	0.05	0.964	-.0002459 .0002576
pMul	-.0006962	.000186	-3.74	0.000	-.0010608 -.0003316
antCA	-.0018565	.0012473	-1.49	0.137	-.0043012 .0005883
compCA	-5.27e-06	.0001036	-0.05	0.959	-.0002084 .0001978
nReun	-.0028812	.0007881	-3.66	0.000	-.004426 -.0013365
cAud	-.0294124	.0307115	-0.96	0.338	-.0896059 .0307811
cNom	-.003111	.0090166	-0.35	0.730	-.0207831 .0145611
cRem	-.0301697	.0190525	-1.58	0.113	-.0675118 .0071724
mExt	.0038988	.0015069	2.59	0.010	.0009454 .0068523
pExec	.0004318	.0002091	2.06	0.039	.0000219 .0008418
remCEO	-.0126526	.0057516	-2.20	0.028	-.0239255 -.0013797
dual	-.0089215	.007513	-1.19	0.235	-.0236468 .0058037
antCEO	-.002783	.0072045	-0.39	0.699	-.0169034 .0113375
reelInd	-.0039253	.0043663	-0.90	0.369	-.0124831 .0046324
favTak	.0099173	.0119553	0.83	0.407	-.0135146 .0333493
igVoto	-.0193928	.005654	-3.43	0.001	-.0304745 -.008311
mAcc	.0144482	.0943666	0.15	0.878	-.1705069 .1994033
mAcc2	-.0489018	.1283085	-0.38	0.703	-.3003819 .2025783
sAcc5	-.0040859	.0849968	-0.05	0.962	-.1706766 .1625047
sAcc52	.0189997	.072385	0.26	0.793	-.1228724 .1608717

cAcc5	-.0004552	.0033668	-0.14	0.892	-.007054	.0061436
eu	.0128639	.0198957	0.65	0.518	-.026131	.0518588
euro	-.0222322	.0091799	-2.42	0.015	-.0402245	-.00424
crise	-.0236231	.003561	-6.63	0.000	-.0306025	-.0166437
AUTMB	-.0292403	.0166727	-1.75	0.079	-.0619182	.0034375
BRESR	-.0025492	.0211561	-0.12	0.904	-.0440144	.0389159
CHMCL	.0170654	.0159508	1.07	0.285	-.0141976	.0483284
CNSTM	-.0266263	.015361	-1.73	0.083	-.0567334	.0034808
FDDEV	.0025584	.0112384	0.23	0.820	-.0194684	.0245852
FINSV	.0304195	.0317239	0.96	0.338	-.0317581	.0925972
HLTHC	.0055347	.0241253	0.23	0.819	-.04175	.0528194
INDGS	.006932	.0099228	0.70	0.485	-.0125163	.0263804
MEDIA	.0117465	.0263103	0.45	0.655	-.0398207	.0633137
OILGS	.0022424	.0147008	0.15	0.879	-.0265706	.0310553
PERHH	.0146364	.0157756	0.93	0.354	-.0162831	.045556
RLEST	-.058057	.0123149	-4.71	0.000	-.0821937	-.0339202
RTAIL	.0237699	.0187821	1.27	0.206	-.0130423	.0605821
TECNO	.0107923	.0159745	0.68	0.499	-.020517	.0421017
TELCM	.0175824	.0126503	1.39	0.165	-.0072116	.0423765
TRLES	.0022535	.0218281	0.10	0.918	-.0405288	.0450358
_cons	.1993994	.0706503	2.82	0.005	.0609274	.3378715
sigma_u	.0887311					
sigma_e	.08641608					
rho	.51321526	(fraction of variance due to u_i)				

Anexo 4, Quadro 2 – Resultados do modelo para o rácio q de Tobin

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse rácio q de Tobin utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.765 observações de 677 empresas distintas.

R-sq:		Obs per group:			
within	= 0.2129	min	=	1	
between	= 0.3109	avg	=	7.0	
overall	= 0.2659	max	=	12	
		Wald chi2(42)	=	921.63	
corr(u_i, X)	= 0 (assumed)	Prob > chi2	=	0.0000	
		(Std. Err. adjusted for 677 clusters in emp)			

ln_q	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
------	-------	------------------	---	------	----------------------

MECANISMOS DE GOVERNAÇÃO, DESEMPENHO E RISCO DE EMPRESAS COTADAS

LnDimCA	.0575701	.0372296	1.55	0.122	-.0153985	.1305388
pInd	.0007419	.000346	2.14	0.032	.0000639	.00142
pMul	-.0007571	.0006817	-1.11	0.267	-.0020932	.000579
antCA	.0002407	.0041274	0.06	0.953	-.0078489	.0083304
compCA	-.0000229	.0002789	-0.08	0.934	-.0005696	.0005237
nReun	-.007321	.0018474	-3.96	0.000	-.0109417	-.0037002
cAud	-.0101695	.0674323	-0.15	0.880	-.1423344	.1219955
cNom	-.0437674	.0319531	-1.37	0.171	-.1063943	.0188595
cRem	-.0873384	.0612343	-1.43	0.154	-.2073555	.0326786
mExt	.0166772	.0055895	2.98	0.003	.0057221	.0276323
pExec	.0009241	.0006696	1.38	0.168	-.0003884	.0022365
remCEO	-.061441	.0205263	-2.99	0.003	-.1016718	-.0212103
dual	-.0124616	.0241074	-0.52	0.605	-.0597113	.0347881
antCEO	.0018484	.0257153	0.07	0.943	-.0485528	.0522495
reelInd	.0281509	.0126974	2.22	0.027	.0032644	.0530373
favTak	.0276047	.0409136	0.67	0.500	-.0525845	.1077939
igVoto	-.0658363	.0195691	-3.36	0.001	-.1041909	-.0274816
mAcc	.030061	.2503425	0.12	0.904	-.4606014	.5207234
mAcc2	.269817	.2943287	0.92	0.359	-.3070567	.8466907
sAcc5	-.3104162	.2317023	-1.34	0.180	-.7645443	.1437119
sAcc52	.1062372	.2030023	0.52	0.601	-.29164	.5041144
cAcc5	.0004862	.0085014	0.06	0.954	-.0161762	.0171485
LnAtivo	-.1890872	.0220964	-8.56	0.000	-.2323953	-.1457791
eu	-.169824	.0685953	-2.48	0.013	-.3042683	-.0353797
euro	-.0019486	.0395653	-0.05	0.961	-.0794952	.0755981
crise	-.1529871	.0084015	-18.21	0.000	-.1694538	-.1365205
AUTMB	-.0492533	.0848182	-0.58	0.561	-.2154939	.1169872
BRESR	-.2894766	.0871107	-3.32	0.001	-.4602103	-.1187428
CHMCL	.049978	.0787993	0.63	0.526	-.1044657	.2044218
CNSTM	-.1358579	.0699976	-1.94	0.052	-.2730508	.0013349
FDBEV	.0324725	.0897159	0.36	0.717	-.1433675	.2083124
FINSV	-.1648603	.1425842	-1.16	0.248	-.4443201	.1145995
HLTHC	.2519933	.0930584	2.71	0.007	.0696023	.4343844
INDGS	-.0171965	.0672167	-0.26	0.798	-.1489388	.1145458
MEDIA	.1771068	.1111258	1.59	0.111	-.0406957	.3949093
OILGS	-.0763442	.0779304	-0.98	0.327	-.229085	.0763967
PERHH	.049852	.101087	0.49	0.622	-.148275	.2479789
RLEST	-.4603971	.0687395	-6.70	0.000	-.595124	-.3256701
RTAIL	.0969716	.0930631	1.04	0.297	-.0854286	.2793719
TECNO	.0628248	.0995744	0.63	0.528	-.1323374	.257987
TELCM	.1876484	.0717151	2.62	0.009	.0470894	.3282074
TRLES	-.0614933	.0810757	-0.76	0.448	-.2203987	.0974121
_cons	3.570114	.3495561	10.21	0.000	2.884997	4.255232
sigma_u	.37154854					
sigma_e	.2261881					
rho	.72960613	(fraction of variance due to u_i)				

Anexo 4, Quadro 3 – Resultados do risco sistemático

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse risco sistemático utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo – logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.728 observações de 669 empresas distintas.

R-sq:		Obs per group:	
within = 0.0317		min =	1
between = 0.3995		avg =	7.1
overall = 0.2632		max =	12
		Wald chi2(42) =	704.18
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Prob > chi2 =	0.0000

(Std. Err. adjusted for 669 clusters in emp)

ln_RisSis	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
LnDimCA	-.0115687	.013099	-0.88	0.377	-.0372423 .014105
pInd	.0001996	.00016	1.25	0.212	-.000114 .0005133
pMul	.0001077	.0002682	0.40	0.688	-.0004179 .0006334
antCA	.0005667	.0012149	0.47	0.641	-.0018144 .0029478
compCA	.0002318	.0001137	2.04	0.041	9.08e-06 .0004546
nReun	.0006357	.0007819	0.81	0.416	-.0008968 .0021683
cAud	.0122342	.0215506	0.57	0.570	-.0300043 .0544727
cNom	.015869	.0129006	1.23	0.219	-.0094157 .0411537
cRem	.0077317	.0203445	0.38	0.704	-.0321429 .0476062
mExt	-.0043265	.0022592	-1.92	0.055	-.0087544 .0001015
pExec	-.000153	.0002878	-0.53	0.595	-.0007171 .000411
remCEO	-.0027807	.0078788	-0.35	0.724	-.0182228 .0126614
dual	.0040064	.0093498	0.43	0.668	-.014319 .0223317
antCEO	-.0097479	.0076511	-1.27	0.203	-.0247438 .005248
reelInd	-.0218382	.0048351	-4.52	0.000	-.0313149 -.0123615
favTak	.0167978	.0131283	1.28	0.201	-.0089332 .0425289
igVoto	-.0057027	.0072321	-0.79	0.430	-.0198774 .008472
mAcc	.1246343	.0981671	1.27	0.204	-.0677696 .3170383
mAcc2	-.067156	.1058437	-0.63	0.526	-.2746058 .1402939
sAcc5	-.1486947	.0967181	-1.54	0.124	-.3382588 .0408694
sAcc52	.0576146	.0773954	0.74	0.457	-.0940776 .2093067
cAcc5	.0078522	.0039223	2.00	0.045	.0001646 .0155398
LnAtivo	.02745	.0038472	7.14	0.000	.0199097 .0349903
eu	-.0020076	.0197962	-0.10	0.919	-.0408075 .0367923
euro	.0202838	.0111199	1.82	0.068	-.0015109 .0420785

crise	-.0194342	.0037684	-5.16	0.000	-.0268201	-.0120483
AUTMB	.280896	.0270492	10.38	0.000	.2278806	.3339114
BRESR	.3009954	.0254928	11.81	0.000	.2510304	.3509605
CHMCL	.1730384	.0269852	6.41	0.000	.1201485	.2259283
CNSTM	.1774239	.0233667	7.59	0.000	.131626	.2232219
FDDEV	-.0021539	.0202929	-0.11	0.915	-.0419273	.0376194
FINSV	.1822542	.0250666	7.27	0.000	.1331246	.2313839
HLTHC	.0213411	.0221851	0.96	0.336	-.0221409	.064823
INDGS	.1706117	.0188875	9.03	0.000	.1335928	.2076306
MEDIA	.1396525	.0226492	6.17	0.000	.095261	.184044
OILGS	.2155932	.0228351	9.44	0.000	.1708371	.2603492
PERHH	.138037	.0276412	4.99	0.000	.0838612	.1922128
RLEST	.1125355	.0226782	4.96	0.000	.068087	.156984
RTAIL	.0867992	.0221594	3.92	0.000	.0433676	.1302307
TECNO	.1733934	.0243836	7.11	0.000	.1256024	.2211843
TELCM	-.0053947	.0246596	-0.22	0.827	-.0537267	.0429372
TRLES	.1339678	.0197792	6.77	0.000	.0952014	.1727343
_cons	.2701939	.0666367	4.05	0.000	.1395883	.4007994
sigma_u	.09527945					
sigma_e	.10541782					
rho	.44961283		(fraction of variance due to u_i)			

Anexo 4, Quadro 4 – Resultados do risco idiossincrático

O quadro apresenta os resultados para a variável de interesse risco idiossincrático utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios e desvio padrão robusto (especificação base). As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas). Os resultados referem-se a 4.727 observações de 669 empresas distintas.

R-sq:		Obs per group:	
within = 0.4940		min =	1
between = 0.4477		avg =	7.1
overall = 0.4718		max =	12
		Wald chi2(42) =	3764.32
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Prob > chi2 =	0.0000

(Std. Err. adjusted for 669 clusters in emp)

ln_RisId	Coef.	Robust Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
LnDimCA	-.0611366	.0279853	-2.18	0.029	-.1159868 -.0062863
pInd	-.0006304	.0003384	-1.86	0.062	-.0012937 .0000328
pMul	.0010115	.0005964	1.70	0.090	-.0001575 .0021804

MECANISMOS DE GOVERNAÇÃO, DESEMPENHO E RISCO DE EMPRESAS COTADAS

antCA	-.0072628	.0031815	-2.28	0.022	-.0134984	-.0010272
compCA	.0000466	.0002585	0.18	0.857	-.0004601	.0005533
nReun	.0195613	.0019683	9.94	0.000	.0157034	.0234192
cAud	-.0236647	.0367987	-0.64	0.520	-.0957888	.0484593
cNom	.0516322	.0257274	2.01	0.045	.0012073	.102057
cRem	.0094859	.0378231	0.25	0.802	-.064646	.0836178
mExt	-.0123998	.0042008	-2.95	0.003	-.0206332	-.0041663
pExec	.0010683	.0005862	1.82	0.068	-.0000807	.0022173
remCEO	-.0056921	.0169209	-0.34	0.737	-.0388565	.0274724
dual	.0212033	.025643	0.83	0.408	-.029056	.0714627
antCEO	-.0102919	.0181022	-0.57	0.570	-.0457716	.0251878
reelInd	-.0480524	.0114049	-4.21	0.000	-.0704056	-.0256993
favTak	-.0105064	.0288694	-0.36	0.716	-.0670895	.0460767
igVoto	.0567319	.016875	3.36	0.001	.0236575	.0898062
mAcc	.1443833	.2240315	0.64	0.519	-.2947103	.583477
mAcc2	-.0735617	.2392412	-0.31	0.758	-.5424658	.3953424
sAcc5	.0250428	.2104901	0.12	0.905	-.3875103	.4375958
sAcc52	-.0327714	.1652753	-0.20	0.843	-.3567051	.2911623
cAcc5	.0087626	.0083627	1.05	0.295	-.007628	.0251532
LnAtivo	-.0997508	.0080993	-12.32	0.000	-.1156251	-.0838766
eu	.0188357	.0403809	0.47	0.641	-.0603095	.0979809
euro	.0582057	.0247814	2.35	0.019	.0096351	.1067763
crise	.4565517	.0094818	48.15	0.000	.4379678	.4751356
AUTMB	.2807464	.0649203	4.32	0.000	.1535049	.4079878
BRESR	.3936039	.058912	6.68	0.000	.2781385	.5090692
CHMCL	.0502578	.0620857	0.81	0.418	-.0714278	.1719435
CNSTM	.1433788	.0503801	2.85	0.004	.0446356	.2421219
FDBEV	-.0168261	.05495	-0.31	0.759	-.1245262	.090874
FINSV	.0560613	.0743175	0.75	0.451	-.0895984	.201721
HLTHC	.0106228	.0504988	0.21	0.833	-.0883531	.1095987
INDGS	.0654669	.0456267	1.43	0.151	-.0239599	.1548936
MEDIA	.0710894	.0571025	1.24	0.213	-.0408293	.1830082
OILGS	.2812169	.0548219	5.13	0.000	.1737679	.3886658
PERHH	.1105855	.0532491	2.08	0.038	.0062191	.2149518
RLEST	.0262039	.0577697	0.45	0.650	-.0870226	.1394304
RTAIL	.0897946	.054927	1.63	0.102	-.0178603	.1974495
TECNO	.1349729	.059201	2.28	0.023	.018941	.2510048
TELCM	.0217179	.0541964	0.40	0.689	-.0845051	.1279409
TRLES	.083859	.0598606	1.40	0.161	-.0334655	.2011836
_cons	-2.889216	.139091	-20.77	0.000	-3.161829	-2.616602
sigma_u	.20548953					
sigma_e	.22944743					
rho	.44508303	(fraction of variance due to u_i)				

Anexo 4, Quadro 5 – Impacto da utilização de desvios-padrão robustos – o caso do risco total

No quadro são apresentados, no caso da variável de interesse risco total, para cada variável independente e de controlo, os valores dos coeficientes (linha 1), desvio padrão (linha 2) e p-value (linha 3) resultantes de diferenças decorrentes do apuramento do desvio-padrão normal (coluna re) e robusto (coluna re_rob) utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios. As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reelInd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas).

Variable	re	re_rob
LnDimCA	-0.063	-0.063
	0.024	0.028
	0.0104	0.0239
pInd	-0.000	-0.000
	0.000	0.000
	0.1017	0.1866
pMul	0.001	0.001
	0.001	0.001
	0.2245	0.2725
antCA	-0.006	-0.006
	0.002	0.003
	0.0120	0.0449
compCA	-0.000	-0.000
	0.000	0.000
	0.7314	0.7711
nReun	0.016	0.016
	0.001	0.002
	0.0000	0.0000
cAud	-0.009	-0.009
	0.039	0.039
	0.8176	0.8181
cNom	0.057	0.057
	0.023	0.027
	0.0111	0.0322
cRem	0.016	0.016
	0.036	0.039
	0.6488	0.6745
mExt	-0.019	-0.019
	0.004	0.004
	0.0000	0.0000
pExec	0.000	0.000
	0.001	0.001
	0.5902	0.6239
remCEO	0.001	0.001
	0.014	0.016
	0.9521	0.9576

dual	0.026	0.026
	0.018	0.023
	0.1563	0.2629
antCEO	-0.012	-0.012
	0.018	0.018
	0.4905	0.4883
reelInd	-0.063	-0.063
	0.010	0.010
	0.0000	0.0000
favTak	0.004	0.004
	0.024	0.026
	0.8667	0.8746
igVoto	0.060	0.060
	0.014	0.016
	0.0000	0.0001
mAcc	0.142	0.142
	0.222	0.223
	0.5233	0.5250
mAcc2	0.047	0.047
	0.234	0.271
	0.8396	0.8612
sAcc5	0.076	0.076
	0.219	0.202
	0.7273	0.7048
sAcc52	-0.173	-0.173
	0.183	0.165
	0.3425	0.2921
cAcc5	0.015	0.015
	0.009	0.008
	0.0746	0.0562
LnAtivo	-0.058	-0.058
	0.007	0.008
	0.0000	0.0000
eu	0.012	0.012
	0.036	0.042
	0.7462	0.7787
euro	0.066	0.066
	0.023	0.024
	0.0039	0.0055
crise	0.479	0.479
	0.010	0.009
	0.0000	0.0000
AUTMB	0.423	0.423
	0.081	0.060
	0.0000	0.0000
BRESR	0.542	0.542
	0.054	0.055
	0.0000	0.0000
CHMCL	0.177	0.177
	0.062	0.061
	0.0047	0.0035
CNSTM	0.276	0.276
	0.054	0.048
	0.0000	0.0000
FDBEV	0.010	0.010
	0.056	0.052
	0.8626	0.8525
FINSV	0.243	0.243
	0.064	0.067
	0.0001	0.0003
HLTHC	0.051	0.051
	0.054	0.050
	0.3449	0.3029
INDGS	0.181	0.181
	0.044	0.045
	0.0000	0.0000
MEDIA	0.175	0.175
	0.053	0.055
	0.0010	0.0015
OILGS	0.401	0.401

		0.050	0.051
		0.0000	0.0000
PERHH		0.213	0.213
		0.054	0.058
		0.0001	0.0003
RLEST		0.111	0.111
		0.054	0.055
		0.0379	0.0442
RTAIL		0.152	0.152
		0.053	0.054
		0.0040	0.0051
TECNO		0.246	0.246
		0.055	0.056
		0.0000	0.0000
TELCM		0.043	0.043
		0.058	0.051
		0.4579	0.3980
TRLES		0.161	0.161
		0.055	0.056
		0.0032	0.0038
_cons		-3.428	-3.428
		0.119	0.131
		0.0000	0.0000

N		4709	4709
chi2		3766.799	4293.906
p		0.000	0.000
r2_o		0.426	0.426
r2_b		0.412	0.412
r2_w		0.453	0.453
sigma_u		0.189	0.189
sigma_e		0.259	0.259
rho		0.348	0.348

Anexo 4, Quadro 6 – Impacto da utilização de desvios-padrão robustos – o caso da rendibilidade do capital próprio

No quadro são apresentados, no caso da variável de interesse rendibilidade do capital próprio, para cada variável independente e de controlo, os valores dos coeficientes (linha 1), desvio padrão (linha 2) e p-value (linha 3) resultantes de diferenças decorrentes do apuramento do desvio-padrão normal (coluna re) e robusto (coluna re_rob) utilizando a regressão dos mínimos quadrados generalizados de efeitos aleatórios. As variáveis independentes e de controlo são: LnDimCA - logaritmo natural do número de membros do conselho de administração, pInd - percentagem de membros independentes no conselho de administração, pMul - percentagem de mulheres no conselho de administração, antCA - antiguidade (número médio de anos) em funções no conselho de administração, compCA - percentagem de administradores com competências específicas na indústria ou em finanças empresariais, nReun - número de reuniões do conselho de administração durante o ano, cAud - existe, no conselho de administração, uma comissão de auditoria, cNom - existe, no conselho de administração, uma comissão de nomeações, cRem - existe, no conselho de administração, uma comissão de remunerações, mExt - número médio de participações noutros conselhos de administração, pExec - percentagem de membros executivos do conselho de administração, remCEO - alinhamento de interesses por via da remuneração do CEO, dual - o presidente do conselho de administração é, simultaneamente, o CEO, antCEO - o presidente do conselho de administração foi, previamente, CEO, reellnd - mandatos distintos no conselho de administração, favTak - política não limitadora de takeovers, igVoto - igualdade nos direitos de voto, mAcc - percentagem detida pelo maior acionista, mAcc2 - percentagem detida pelo maior acionista elevada ao quadrado, sAcc5 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5%, sAcc52 - somatório da percentagem detida pelos acionistas com participações acima ou iguais a 5% elevado ao quadrado, cAcc5 - número de acionistas com posições acima ou iguais a 5%, LnAtivo - logaritmo natural da dimensão da empresa medida pelo ativo, eu - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da União Europeia, euro - variável que identifica a localização da sede da empresa num país da zona euro, crise - variável que identifica os anos 2008 e 2009 e setor. Os dados, abrangendo o período compreendido entre 2002 e 2013, correspondem às empresas Europeias cotadas em bolsa que são acompanhadas no âmbito do suplemento Asset4 da plataforma Datastream, através da qual foram recolhidos e complementados através da base de dados Amadeus (especificamente os dados sobre as percentagens detidas pelos diferentes acionistas).

Variable	re	re_rob

LnDimCA	0.023	0.023
	0.016	0.018
	0.1424	0.2001
pInd	0.000	0.000
	0.000	0.000
	0.7505	0.5670
pMul	-0.000	-0.000
	0.000	0.000
	0.4111	0.2178
antCA	0.001	0.001
	0.001	0.002
	0.6263	0.6645
compCA	0.000	0.000
	0.000	0.000
	0.9511	0.8917
nReun	-0.001	-0.001
	0.001	0.001
	0.2843	0.2504
cAud	-0.007	-0.007
	0.025	0.012
	0.7865	0.5655
cNom	0.030	0.030
	0.014	0.029
	0.0376	0.2945
cRem	-0.033	-0.033
	0.023	0.025
	0.1550	0.1884
mExt	0.003	0.003
	0.003	0.002
	0.2082	0.1568
pExec	0.001	0.001
	0.000	0.000
	0.0950	0.2134
remCEO	0.000	0.000
	0.009	0.005
	0.9649	0.9377
dual	-0.003	-0.003
	0.012	0.003
	0.8004	0.3446
antCEO	-0.003	-0.003
	0.011	0.003
	0.7733	0.2000
reelInd	-0.002	-0.002
	0.006	0.003
	0.7691	0.5535
favTak	0.004	0.004
	0.016	0.003
	0.8080	0.2488
igVoto	0.007	0.007
	0.009	0.011
	0.4440	0.5251
mAcc	-0.091	-0.091
	0.138	0.078
	0.5108	0.2431
mAcc2	0.021	0.021
	0.146	0.070
	0.8854	0.7621
sAcc5	0.097	0.097
	0.136	0.096
	0.4748	0.3100
sAcc52	-0.043	-0.043
	0.114	0.048
	0.7075	0.3705
cAcc5	-0.002	-0.002
	0.005	0.006
	0.6932	0.7258
LnAtivo	0.001	0.001
	0.005	0.004
	0.7870	0.7568
eu	-0.016	-0.016

	0.024	0.023
	0.5185	0.4946
euro	0.008	0.008
	0.015	0.019
	0.5881	0.6655
crise	-0.004	-0.004
	0.006	0.002
	0.5425	0.0436
AUTMB	-0.010	-0.010
	0.056	0.007
	0.8575	0.1732
BRESR	-0.018	-0.018
	0.037	0.014
	0.6192	0.1940
CHMCL	0.000	0.000
	0.043	0.008
	0.9923	0.9580
CNSTM	-0.097	-0.097
	0.037	0.090
	0.0087	0.2829
FDBEV	0.007	0.007
	0.039	0.015
	0.8572	0.6453
FINSV	0.003	0.003
	0.044	0.012
	0.9501	0.8128
HLTHC	0.007	0.007
	0.037	0.016
	0.8528	0.6707
INDGS	0.011	0.011
	0.030	0.011
	0.7219	0.3368
MEDIA	0.011	0.011
	0.037	0.017
	0.7651	0.5118
OILGS	-0.002	-0.002
	0.034	0.008
	0.9456	0.7777
PERHH	0.009	0.009
	0.037	0.014
	0.8157	0.5225
RLEST	-0.016	-0.016
	0.037	0.010
	0.6569	0.0927
RTAIL	0.006	0.006
	0.036	0.013
	0.8769	0.6626
TECNO	-0.000	-0.000
	0.037	0.012
	0.9893	0.9674
TELCM	0.009	0.009
	0.039	0.007
	0.8242	0.2281
TRLES	0.019	0.019
	0.037	0.016
	0.6109	0.2323
_cons	6.873	6.873
	0.080	0.109
	0.0000	0.0000

N	4712	4712
chi2	34.158	85.455
p	0.800	0.000
r2_o	0.012	0.012
r2_b	0.061	0.061
r2_w	0.001	0.001
sigma_u	0.136	0.136
sigma_e	0.161	0.161
rho	0.415	0.415
