

Corporate Governance e Performance:
**O impacto dos administradores não executivos na
performance das empresas cotadas em Portugal**

Por

Hélder Joaquim Correia da Silva

Dissertação de Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientador: Professor Doutor Júlio Manuel dos Santos Martins

2017

Índice

Nota Biográfica.....	i
Agradecimentos	iii
Resumo	v
Abstract.....	vii
Lista de Siglas.....	ix
Índice de Gráficos.....	x
Índice de Tabelas	x
1. Introdução.....	1
2. Revisão de literatura.....	5
2.1. Principais Teorias de Corporate Governance.....	5
2.1.1. Teoria da Agência.....	5
2.1.2. Stewardship Theory.....	7
2.1.3. Stakeholder Theory	8
2.1.4. Network Governance Theory	9
2.2. A necessidade de Corporate Governance.....	10
2.3. A relevância dos Administradores não executivos	12
2.4. Medidas de Performance.....	13
2.5. Evidência Empírica	16
2.5.1. Corporate Governance versus Performance	16
2.5.2. Administradores não executivos versus Performance.....	19
2.5.3. Outras variáveis que podem ter impacto na performance das empresas	24
2.6. Realidade Portuguesa	26
3. Enquadramento do problema e Hipótese de investigação.....	29
4. Metodologia e dados.....	31
4.1. Metodologia	31
4.1.1. Variáveis explicativas.....	31
4.1.2. Variáveis de controlo.....	32
4.1.3. Método.....	33
4.1.4. Modelo.....	34
4.2. Dados.....	35
4.2.1. Recolha de Dados	35

4.2.2.	Análise descritiva dos dados	37
4.2.3.	Análise à ausência de Multicolinearidade	40
5.	Resultados e Análise.....	42
5.1.	Resultados	42
5.2.	Análise de Robustez	45
5.2.1.	Variável dependente com desfasamento de um período	45
5.2.2.	Estimação do modelo OLS para o ano 2016, com desfasamento das variáveis exógenas	45
6.	Conclusões.....	47
	Referências bibliográficas.....	50
Anexo A.	Empresas consideradas na amostra	55
Anexo B.	Testes de Robustez	56

Nota Biográfica

Hélder Joaquim Correia da Silva nasceu a 12 de janeiro de 1985 na cidade de Vila Nova de Gaia.

Concluiu o 12º ano, em 2003, na área de Económico-Social na Escola Secundária de Oliveira do Douro, com média de 17 valores.

Licenciou-se em Economia pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto em 2007, com média de 12 valores.

Em setembro de 2015, iniciou a parte curricular do Mestrado em Economia e Administração de Empresas, que concluiu em 2017 com média de 14 valores.

A nível profissional, realizou um Estágio Profissional na empresa Rigor – Consultoria e Gestão, S.A. no Departamento de Finance entre dezembro de 2007 e agosto de 2008.

Ingressou na empresa Caetano Auto - Comércio de Automóveis, S.A em setembro de 2008, na qual exerceu funções no Departamento de Contabilidade até janeiro de 2011.

Em agosto de 2011, tornou-se Contabilista Certificado e membro efetivo da Ordem dos Contabilistas Certificados.

Pertence aos quadros da empresa Caetano Baviera – Comércio de Automóveis, S.A. desde fevereiro de 2011, onde desempenha funções no Departamento de Contabilidade do Grupo Caetano Retail.

Agradecimentos

Agradeço a Deus pelo auxílio nos momentos de maior desespero e por me ter dado a graça de conseguir cumprir este objetivo que me marcará a nível pessoal e profissional.

Aos meus pais, Joaquim e Olívia, que são os meus pilares, agradeço todo o apoio, ensinamentos e incentivo ao longo de toda a minha vida. É a eles que dedico este trabalho.

À minha irmã, Liliana, agradeço todo o auxílio que me prestou ao longo deste percurso.

À minha namorada, Vera, agradeço, do fundo do coração, todo auxílio, paciência, disponibilidade e incentivo ao longo desta árdua jornada.

Agradeço ao meu orientador, Professor Doutor Júlio Martins, toda a disponibilidade, apoio e orientação que me dispensou ao longo de todo este caminho. Quero deixar uma palavra de agradecimento à Professora Doutora Margarida Mello e à Professora Doutora Natércia Fortuna pelo auxílio numa fase decisiva deste trabalho.

Por fim, agradeço a todos os amigos e colegas que, de alguma forma, contribuíram para concluir o mestrado com sucesso.

Resumo

O conceito de *Corporate Governance* tem sido analisado por várias teorias, nomeadamente Teoria da Agência, *Stewardship Theory*, *Stakeholder Theory* e *Network Governance Theory*, tendo cada uma delas um papel fundamental na definição do mesmo. A sua vertente prática é outra dimensão importante de se analisar, uma vez que falhas neste domínio estiveram na origem de inúmeros escândalos e falências.

Desde Jensen e Meckling (1976) que a problemática do alinhamento entre os interesses dos gestores e dos acionistas é abordada por diversos estudos teóricos e empíricos. Inicialmente, existia a expectativa que as práticas de *corporate governance* contribuíssem positivamente para a performance da empresa (Shleifer e Vishny, 1997), no entanto, em estudos recentes, os resultados divergem e, muitas vezes, são inconsistentes.

A evidência empírica sobre o impacto do *corporate governance* não fornece conclusões exatas e inequívocas, depende da dimensão da amostra, período de análise, países envolvidos e medidas utilizadas. Assim sendo, ainda que dois estudos tenham por base a mesma teoria, as suas conclusões podem não ser diretamente comparáveis.

Os Administradores não executivos são habitualmente considerados um elemento capaz de mitigar possíveis conflitos de interesse entre gestores e acionistas. Para desempenharem devidamente a sua função devem possuir conhecimentos, experiências diversificadas, uma visão independente e ter disponibilidade temporal. As medidas de performance embora sejam um indicador relevante, são construídas com pouco rigor, e podem não ser explicadas pelas mesmas variáveis explicativas, levando a conclusões incorretas (Steigenberger, 2014).

No nosso estudo, pretendemos investigar o efeito que os administradores não executivos podem ter na performance das empresas que constituem o PSI Geral. Com base nas medidas de performance Retorno Anormal e ROA, verificamos que os administradores não executivos não têm impacto estatisticamente significativo na performance da empresa.

Palavras-chave: *Governo das sociedades, performance da empresa, administradores não executivos*

Abstract

The concept of Corporate Governance has been analyzed by several theories, namely Agency Theory, Stewardship Theory, Stakeholder Theory, and Network Governance Theory, each of them playing a key role in defining it. The practical side of Corporate Governance is also important to analyze, since failures in this domain have resulted in numerous scandals and bankruptcies.

Since Jensen and Meckling (1976) that the problem of aligning the interests of managers and shareholders is approached by many theoretical and empirical studies. Initially, there was the expectation that corporate governance practices had a positive impact on company's performance (Shleifer and Vishny, 1997), however, in recent studies, the results differ and they are often inconsistent.

The empirical evidence of the impact of corporate governance does not provide exact and unequivocal conclusions, it depends on the sample size, analysis period, countries involved and the measures used. Therefore, even if two studies are based on the same theory, their conclusions might not be directly comparable.

Non-executive directors are usually considered to be an element with the capacity to mitigate possible conflicts of interest between managers and shareholders. In order to properly carry out their duties, they should show knowledge, have had a diversity of experiences, have an independent vision and have enough available time.

Despite the fact that performance measures are a relevant indicator, they are built with little rigor and cannot be explained by the same explainable variables, leading to incorrect conclusions (Steigenberger, 2014).

In our study, we intend to investigate the effect that non-executive directors can have in the performance of companies which are part of the PSI General. Based on two performance measures Abnormal Return and ROA, we verify that non-executive directors do not have a statistically significant impact on company's performance.

Keywords: *corporate governance, firm performance, non-executive director*

Lista de Siglas

CEO – Chief Executive Officer

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

IFRS – International Financial Reporting Standards

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OLS – Ordinary Least Squares

RA – Retorno Anormal

ROA – Return on Assets

ROE – Return on Equity

Índice de Gráficos

Gráfico 4.1 - Proporção de Administradores não executivos independentes (INED)	38
Gráfico 4.2 - Proporção de Administradores não executivos (NED)	38
Gráfico 4.3 - Evolução do número médio de administradores nos Conselhos de Administração (DIMCA) ao longo do período de 2012 a 2016	39
Gráfico 4.4 - Evolução da independência entre CEO e Chairman (CEO Duality) ao longo do período de 2012 a 2016.....	39
Gráfico 4.5 - Evolução da Estrutura Acionista (EA) ao longo do período de 2012 a 2016	40

Índice de Tabelas

Tabela 4.1 - Estatística descritiva	37
Tabela 4.2 - Matriz de Correlação	40
Tabela 5.1 - Resultados da estimação do modelo por OLS com correção da matriz de covariâncias para as variáveis dependentes: Retorno Anormal e ROA.....	44
Tabela B.1 - Resultados da estimação do modelo por OLS, com desfasamento de um período da variável dependente RA	56
Tabela B.2 - Resultados da estimação do modelo por OLS, com desfasamento de um período da variável dependente ROA	57
Tabela B.3 - Resultados da estimação do modelo por OLS para o ano 2016, para a variável dependente RA, com desfasamento de um período das variáveis explicativas	58
Tabela B.4 - Resultados da estimação do modelo por OLS para o ano 2016, para a variável dependente ROA, com desfasamento de um período das variáveis explicativas	60

1. Introdução

Inicialmente, as empresas eram geridas pelos seus proprietários. No entanto à medida que estas foram aumentando a sua dimensão e se tornaram mais complexas, surgiu a necessidade de contratar alguém com maior competência para as gerir. É com a separação entre a propriedade e a gestão que surge o problema da agência (Shleifer e Vishny, 1997).

O *Corporate Governance*¹ pode ser definido da seguinte forma:

“Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to Corporations assure themselves of getting a return on their investment.”(Shleifer e Vishny, 1997, p. 1).

Esta definição tem por base a Teoria da Agência. Contudo, na realidade, são diversas as teorias que têm contribuído para a definição deste conceito (e.g. Teoria da Agência, *Stewardship Theory*, *Stakeholder Theory* e *Network Governance Theory*). Apesar da complexidade do mesmo, verificamos que as diversas teorias têm subjacentes visões complementares. Na sua vertente prática, diversos escândalos, como o da Enron e da Worldcom, foram impulsionados por más práticas neste domínio, o que tem motivado os investidores a exercerem um maior escrutínio relativamente à natureza e qualidade das práticas de *corporate governance* das empresas nas quais investiram.

A questão do alinhamento de interesses tem sido abordada desde o estudo de Jensen e Meckling (1976) sobre a Teoria da Agência. Os interesses dos gestores e dos acionistas devem estar alinhados (Fama e Jensen, 1983) para que a performance operacional melhore e o crescimento da empresa ocorra (Shleifer e Vishny, 1997). Jensen e Meckling (1976) defendem que deveria existir uma relação positiva entre a performance de longo prazo da empresa e um bom *corporate governance* (Jensen, 1986; Hermalin e Weisbach, 1991; Shleifer e Vishny, 1997), no entanto estudos empíricos recentes demonstram que existe inconsistência nos resultados e, por vezes, a relação pode ser negativa ou insignificante. De salientar que a Teoria da Agência é dominante nos estudos sobre *corporate governance* (Dalton e Aguinis, 2013) e que as diferenças entre

¹ *Corporate Governance* é um termo anglo-saxónico que pode ser traduzido como governo das sociedades.

o modelo anglo-saxónico e o modelo continental europeu podem também estar na origem de diferentes resultados (Dehaene *et al.*, 2001).

Os escândalos financeiros recentes incentivaram as instituições de supervisão (CMVM e OCDE) a efetuarem recomendações sobre as melhores práticas de governação a serem adotadas pelas empresas. O *corporate governance* varia de país para país, no entanto, nos últimos anos temos verificado convergência das práticas. Apoiamo-nos em diversos estudos efetuados por todo o mundo para termos uma visão abrangente sobre este tema, sendo que daremos maior ênfase a estudos efetuados com base em empresas portuguesas, visto ser o nosso objeto de estudo.

Os administradores não executivos desempenham um papel fundamental ao mitigar possíveis conflitos de interesse que possam existir entre os gestores e os acionistas. Os administradores não executivos têm diversas responsabilidades, como supervisionar a atividade da gestão, aconselhar, exercer o direito de veto, ou mesmo, demitir o CEO (Weisbach, 1988). De forma a desempenharem convenientemente as suas funções, devem possuir conhecimentos e experiências diversificadas, conhecer o negócio e a sociedade e ter uma visão independente, de modo a fortalecerem a monitorização e a supervisão dos administradores executivos. Os administradores não executivos devem estar comprometidos com os objetivos da empresa, com o tratamento equitativo de todos os acionistas e adotar uma conduta que promova a reputação da empresa e atenuar possíveis danos.

A independência do conselho de administração é entendida como a proporção de administradores não executivos independentes que pertencem ao Conselho de Administração (Bertoni *et al.*, 2014). A noção de independência é uma questão pertinente e que tem impacto na investigação sobre *corporate governance*, mas, infelizmente, é uma medida cuja validade é ameaçada pela forma como é construída (Dalton e Aguinis, 2013). Atendendo a esta dificuldade, alguns estudos consideram que os administradores não executivos são independentes, no entanto, no nosso estudo, faremos a distinção entre administradores não executivos e administradores não executivos independentes. Como critério de independência vamos adotar a

recomendação proposta pela CMVM². Por mais critérios que possam existir, assegurar a independência dos administradores não executivos não é tarefa fácil, pois os princípios de ética não são facilmente mensuráveis. Cheung *et al.* (2013) estudaram a relação entre o conselho de administração e os acionistas que controlam a empresa e concluíram que havendo ligação, esta tem influência negativa nas práticas de *corporate governance*.

A revisão de literatura tem levantado questões sobre a verdadeira eficácia de alguns mecanismos de controlo (Alves e Mendes, 2003) devido à existência de evidência empírica que suporta a ideia de que algumas medidas provocam o efeito oposto no desempenho das empresas que as adotaram.

A relação entre os administradores não executivos e a performance é um tema que tem sido explorado ao longo de vários anos e, apesar de, inicialmente, na literatura se defender que os administradores não executivos têm um impacto positivo na performance das empresas, alguns estudos empíricos recentes não o corroboram.

Um estudo realizado pela Universidade Católica Portuguesa³ sobre o grau de observância das recomendações vigentes em 2013 relativas ao governo das sociedades em Portugal, com base na análise efetuada aos relatórios de *corporate governance* das sociedades de 2013, conclui que o grau de acolhimento das recomendações mais relevantes foi elevado, sendo que as remunerações e a proporção de administradores independentes foram as menos adotadas. Verifica-se, contudo, um acréscimo face ao estudo de 2012⁴. A CMVM tem vindo a publicar o Relatório anual sobre o Governo das Sociedades cotadas em Portugal, com algum desfasamento temporal (e.g. o relatório de 2014 foi apenas publicado em 2017). Constatamos que as atualizações dos Códigos das Sociedades Comerciais (CMVM, 2013; OCDE, 2016) incentivaram o aumento da proporção dos administradores independentes, contudo verificamos que muitas empresas não consideram a recomendação essencial e como tal não a adotam.

² A CMVM considera independente «a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão» (CMVM, 2013).

³ Fonte: Governo das Sociedades em Portugal 2014 - Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário.

⁴ Fonte: Governo das Sociedades em Portugal 2012 - Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário.

Atendendo ao papel fulcral que os administradores não executivos devem desempenhar nas empresas, pretendemos com este trabalho avaliar o impacto que a independência do conselho de administração (i.e. a proporção de administradores não executivos e a proporção que os administradores não executivos independentes) tem na performance das empresas que constituem o PSI Geral, excluindo as empresas Financeiras e as Sociedades Anónimas Desportivas. Alves e Mendes (2003) concluíram que a inclusão de mais membros independentes não é estatisticamente significativa, pretendemos investigar se esta situação se mantém.

O trabalho foi conduzido sob algumas restrições e limitações, nomeadamente a reduzida dimensão da amostra, o período de análise, assim como as técnicas utilizadas.

Para testar as hipóteses de investigação, utilizaremos uma regressão linear múltipla e estimaremos o modelo econométrico pelo método OLS, sendo o período da amostra de 2012 a 2016. Recorremos aos relatórios e contas, aos relatórios de governo das sociedades, à base de dados *BUREAU VAB DIJK Amadeus* e à base de dados *Thomson Reuters Datastream*, com o intuito de obter os dados necessários para a elaboração deste trabalho.

Este trabalho está organizado por capítulos, de modo a facilitar a compreensão do mesmo. No capítulo 2, procederemos à revisão de literatura, abordaremos, sumariamente, as principais Teorias de *Corporate Governance*, falaremos sobre a necessidade de *corporate governance*, a relevância dos administradores não executivos e das medidas de performance. Por fim, explicitaremos as principais conclusões de diversos estudos empíricos efetuados um pouco por todo o mundo, terminando com foco na realidade portuguesa, uma vez que será o nosso objeto de estudo. No capítulo 3, faremos o enquadramento do problema e explicitaremos as hipóteses de investigação. De seguida, no capítulo 4, apresentaremos a metodologia e dados, explicitaremos as variáveis explicativas e de controlo, o modelo econométrico e a amostra selecionada. Faremos também uma análise sumária às estatísticas descritivas da nossa amostra. No capítulo 5, apresentaremos os resultados que obtivemos com a estimação do modelo, faremos a análise de robustez e discutiremos os resultados. Por fim, no capítulo 6, apresentaremos as principais conclusões, limitações e sugestões de investigação futura.

2. Revisão de literatura

Neste capítulo, revisitaremos as teorias de *corporate governance* e o que a literatura contempla sobre a existência ou não de relação entre a estrutura do conselho de administração e a performance da empresa.

2.1. Principais Teorias de *Corporate Governance*

Nas secções seguintes, descreveremos, resumidamente, quatro das principais teorias de *corporate governance*.

2.1.1. Teoria da Agência

A Teoria da Agência analisa o conceito de *Corporate Governance* do ponto de vista do problema da Agência, como se pode verificar pelos primeiros autores que analisaram este problema, Jensen e Meckling (1976):

Agency Theory involves a contract under which one or more persons (the shareholders) engage other persons (the directors) to perform some service on their behalf which includes delegating some decision-making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. (p. 308).

Assim, segundo esta teoria, as práticas de *Corporate Governance* surgem na tentativa de solucionar o problema da Agência: como fazer com que um agente (o gestor) assegure o cumprimento dos interesses de um principal (acionista) (Shleifer e Vishny, 1997; Tricker, 2015).

Este tipo de relação implica que existam custos, alguns suportados unicamente por uma das partes e outros por ambas, que têm que ser considerados na avaliação e no estabelecimento das práticas que Jensen e Meckling (1976) resumem como sendo os seguintes: despesas de monitorização (principal), despesas de *bonding* (agente) e perda residual (principal).

As despesas de monitorização correspondem a despesas incorridas pelo acionista no sentido de assegurar que os interesses do seu gestor estão alinhados com os seus, quer através de pacotes de incentivos adequados, quer limitando atividades do gestor que não sejam do seu interesse. As despesas de *bonding* são incorridas pelo agente quando este recusa tomar ações que prejudicariam os interesses do principal, mas beneficiariam os

seus (e.g. quando recusa ofertas melhores de empresas rivais). Por fim, a perda residual corresponde à perda de riqueza do principal decorrente de divergências entre as decisões do agente e as decisões ótimas para o principal que ocorram apesar de custos de monitorização e de *bonding* (Jensen e Meckling, 1976).

Shleifer e Vishny (1997) oferecem uma explicação detalhada sobre o último tipo de custos, defendendo que estes não existiriam se fosse possível fazer contratos completos que conseguissem prever todas as contingências possíveis de ocorrer no futuro, a sua probabilidade e as decisões ótimas a tomar pelo gestor. Contudo, existem diversos problemas que impedem que tal aconteça.

Em primeiro lugar, não é possível obter informação completa no presente sobre tais contingências futuras. Tal abre caminho para questionar qual a alocação mais eficiente de controlo residual, isto é, a tomada de decisões discricionárias em situações imprevistas. Uma das respostas mais simples a esta questão passaria por alocar tal controlo na totalidade aos acionistas. No entanto, o problema justifica-se pela falta de qualificação e informação suficientes para tomar decisões adequadas aos seus próprios interesses, o que, aliás, é a principal razão pela qual contrataram um gestor. Isto faz com que o gestor tenha sempre que ter algum controlo nestas situações (Shleifer e Vishny, 1997).

Em segundo lugar, levantam-se algumas dificuldades em exercer o pouco controlo residual com que ficam nestas situações. Existem, essencialmente, duas razões para o sucedido. Primeiro, a proteção legal que é conferida aos gestores em muitos países, sendo o principal exemplo a *business judgement rule* aplicada nos EUA, segundo a qual os gestores só podem ser julgados se se verificar uma violação evidente dos seus deveres fiduciários, partindo-se do pressuposto que estes estão a agir em boa fé. Segundo, nos casos em que o financiamento é feito através de pequenos investidores, o *free-rider problem* desincentiva a que estes se esforcem por monitorizar o desempenho dos gestores (Shleifer e Vishny, 1997).

Eisenhardt (1989) analisa, compreensivamente, a forma como esta teoria tem sido abordada na literatura, concluindo que oferece uma perspetiva única, realista e empiricamente testável. Fama e Jensen (1983) são um exemplo neste domínio, uma vez

que estudaram a relação entre o *Corporate Governance* e a performance das empresas tendo por base os fundamentos desta teoria. A Teoria da Agência continua a ser preponderante nos estudos que se seguiram (Gompers *et al.*, 2003; Bauer *et al.*, 2008; Bhagat e Bolton, 2008; Chira, 2014).

2.1.2. Stewardship Theory

A *Stewardship Theory* oferece uma perspectiva diferente sobre *Corporate Governance*. Esta teoria contesta os fundamentos filosóficos e morais da Teoria da Agência sobre a natureza do Homem (Tricker, 2015), tendo os seus argumentos raízes na Psicologia e Sociologia e não tanto na Economia (Davis *et al.*, 1997). Assim, os seus defensores argumentam que os subordinados podem ser coletivistas, pro-organizacionais e confiáveis (Davis *et al.*, 1997), altruístas e com capacidade para ter em conta outros interesses que não apenas os seus (Tricker, 2015). Os seus fundamentos estão refletidos na natureza legal das empresas. O aparecimento do conceito de responsabilidade limitada fez com que as empresas passassem a possuir uma natureza legal própria e distinta dos seus fundadores. Por conseguinte, os acionistas têm que nomear um gestor para cuidar dos seus próprios interesses, sendo-lhes apresentado, periodicamente, o resultado da sua conduta. Tal só é possível graças ao dever fiduciário que é imbuído ao gestor, o que só pode resultar de um pressuposto fundamental no conceito legal de empresa: pode-se confiar no gestor (Tricker, 2015).

Davis *et al.* (1997) consideram que, embora a Teoria da Agência tenha possibilitado a investigação dos potenciais conflitos de interesse entre principais e agente, os autores acautelam para a complexidade das relações organizacionais, que faz com que esta não se aplique em todas as situações. Os autores afirmam que certas características do gestor e dos seus objetivos podem contribuir para uma maior predisposição a serem *Stewards*. Por exemplo, quando a sua motivação está relacionada com a procura por sucesso e realização pessoal, têm mais ganhos ao adotar esta postura do que se optassem por serem meros agentes. No entanto, também salientam que a relação não é determinística e que tanto os gestores como os acionistas escolhem o tipo de relação que irão ter com base nas suas expectativas sobre a atuação do outro.

Na realidade, esta teoria é mais aplicável a países anglo-saxónicos, como os Estados Unidos da América e o Reino Unido, em que a prática de *common law* permite uma

maior flexibilidade tendo em consideração os precedentes e uma proteção muito mais substancial dos direitos de acionistas minoritários, ao contrário do que acontece nos países da Europa Continental e da América Latina onde predomina a *civil law*. No entanto, em geral, a *common law* tem sido considerada demasiado ingénuo e alheia numa realidade que é bastante distinta da existente no século XIV. Acresce que a confiança depositada na gestão das empresas pelos investidores foi muito abalada com os sucessivos escândalos que foram ocorrendo durante o século XX e XXI (Tricker, 2015).

2.1.3. Stakeholder Theory

A *Stakeholder Theory* argumenta que os gestores de uma empresa devem procurar tomar decisões ótimas tendo em conta os interesses, não apenas dos acionistas, mas de todos os *stakeholders*, como credores, empregados, clientes, comunidades, governo (Jensen, 2001). Esta teoria vem opor-se à *Shareholder Theory*, segundo a qual a empresa deve, sobretudo, ter em conta os interesses dos acionistas. A *Stakeholder Theory* tem ganho especial relevo desde os escândalos da Enron, da Worldcom e da Crossholdings (Danielson *et al.*, 2008), mas muitos autores já haviam salientado a sua importância no passado.

Freeman (1994) salienta que o conceito de *stakeholders* é imprescindível para que se realizem análises que integrem de forma consistente os conceitos de negócio e ética. No entanto, tem sofrido várias críticas na literatura. Um dos principais problemas passa desde logo pela identificação dos *stakeholders* relevantes. Segundo a visão da empresa, através da qual esta representa um nexo de contratos, os *stakeholders* podem ser identificados como sendo as pessoas ou entidades com as quais a empresa tem um contrato exposto ou tácito. No entanto, por vezes, a natureza das relações é demasiado vaga o que torna difícil o encaixe nas noções mais abrangentes de contrato (Donaldson e Preston, 1995). Além disso, mesmo que fosse possível identificar todos os *stakeholders* relevantes, eles estão constantemente a mudar (Danielson *et al.*, 2008).

Outra das críticas levantadas a esta teoria é o facto de os seus defensores não especificarem a forma como os gestores devem gerir e resolver os vários conflitos de interesse, o que leva a que os gestores não tomem decisões com esse propósito em mente e, por conseguinte, não sejam responsabilizados pelas suas ações (Jensen, 2001).

Sundaram e Inkpen (2004) reforçam este argumento ao afirmar que a existência de mais do que uma função objetivo torna o trabalho da gestão impossível.

Em resposta a estas críticas, muitos defensores têm procurado esclarecer o que é que a teoria implica e o que não defende, de modo a desfazer interpretações erróneas (Phillips *et al.*, 2003) ou reconciliar os interesses financeiros dos acionistas e restantes *stakeholders*, argumentando que esta teoria maximiza os interesses de todos (Freeman, 1994).

Donaldson e Preston (1995) avançam um dos argumentos mais fortes em prol do *Corporate Governance*, embora não mencionem o termo de forma específica. Os autores afirmam que o pilar justificativo desta teoria não é a possibilidade de ter retornos financeiros, mas a sua natureza normativa, uma vez que a alternativa é moralmente questionável.

2.1.4. Network Governance Theory

Por fim, uma das teorias mais importantes a mencionar é a *Network Governance Theory*.

Jones *et al.* (1997) constataram que existia uma grande heterogeneidade de definições na literatura, fruto da extensa atenção que esta forma de governação tinha merecido. Em geral, as definições encontradas eram parciais e/ou se concentravam em padrões de interação em trocas e relacionamentos ou em fluxos de recursos entre unidades independentes. Assim, para colmatar esta falha, apresentaram o seguinte conceito:

Network governance involves a select, persistent, and structured set of autonomous firms (as well as nonprofit agencies) engaged in creating products or services based on implicit and open-ended contracts to adapt to environmental contingencies and to coordinate and safeguard exchanges. These contracts are socially - not legally - binding (Jones *et al.*, 1997, p. 914).

Provan e Kenis (2008) salientam a importância da prática de *Network Governance* para redes com uma entidade própria e objetivos bem definidos, de modo a assegurar a resolução de conflitos, a utilização de forma eficaz e eficiente de recursos e o apoio mútuo entre os seus participantes. Definindo uma *Network* como um conjunto de três ou mais organizações autónomas que trabalham em conjunto para alcançar objetivos individuais e coletivos, os autores sistematizam três formas de *Network Governance*:

- *Participant Governance Networks*: As práticas de *corporate governance* são levadas a cabo pelos seus membros e não por uma entidade única e externa à rede.
- *Lead-Organization Governance Networks*: Redes em que uma única empresa de grande dimensão e poder faz o controlo das restantes, ocorrendo, normalmente, em relações verticais, de fornecedor-distribuidor.
- *Network Administrative Network*: Quando a supervisão das práticas de *corporate governance* das empresas da rede é feita por uma entidade externa e designada especificamente para esse propósito.

2.2. A necessidade de *Corporate Governance*

Os escândalos financeiros de algumas empresas levantam várias questões relacionadas com o governo das empresas, o comité de auditoria e o papel do conselho de administração no mercado de capitais (Soltani e Maupetit, 2015). Os princípios éticos são fundamentais, contudo são negligenciados inúmeras vezes, correndo-se riscos excessivos na expectativa de obter lucros elevados. A ética empresarial deve ser baseada em princípios como integridade, honestidade, objetividade, respeito mútuo, justiça, competência profissional e confidencialidade. Assim sendo, a Comissão Europeia e os órgãos reguladores devem implementar políticas nesse sentido.

O governo das sociedades é um sistema que visa mitigar os problemas de agência entre gestores e acionistas e deve ser incentivado tanto em sociedades cotadas, como em sociedades não cotadas em bolsa. A problemática do alinhamento de interesses tem sido abordada com mais ênfase desde o estudo de Jensen e Meckling (1976) sobre a Teoria da Agência, na qual é defendida a existência de uma relação positiva entre a performance da empresa e um bom *corporate governance*. Preferencialmente, os interesses dos gestores e dos acionistas devem estar alinhados (Fama e Jensen, 1983), para que a performance operacional melhore e o crescimento da empresa seja estimulado (Shleifer e Vishny, 1997), uma vez que diminui os custos de monitorização. A Teoria da Agência é dominante nos estudos sobre *corporate governance* (Dalton e Aguinis, 2013).

Dadas as diferenças e incongruências na estrutura dos sistemas de governo das sociedades em vários países, Shleifer e Vishny (1997) defendem que a relação entre as componentes do *corporate governance* e a sua performance difere entre países desenvolvidos e países em desenvolvimento, sobretudo devido à legislação ou falta desta. Apesar de os Códigos de Governo das Sociedades serem distintos entre os diversos países, todos se regem por boas práticas de *corporate governance*. Este é um conceito para o qual não existe uma definição comumente aceite, no entanto o Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal define-o da seguinte forma:

A expressão «governo da sociedade» designa, precisamente, o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objectivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, actividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência (Silva et al., 2006, p. 12).

Mugaloglu e Erdag (2013) defendem que a existência de práticas de governo fracas e a opacidade amplificam a incerteza e a distorção na formação eficiente dos preços e podem adular o bom funcionamento do mercado. Neste sentido, espera-se que a adoção de boas práticas de *corporate governance* e o aumento da transparência possam conduzir ao desenvolvimento financeiro e ao crescimento económico. O aumento da transparência visa, igualmente, garantir que os acionistas não são expropriados pelos gestores (Hermalin e Weisbach, 2012).

Após a crise financeira na Ásia, em 1997, as práticas de governação das empresas passaram a ser percebidas pelos diversos países como algo relevante a ter em consideração. Assim, nesse sentido, foram introduzidos códigos de *corporate governance* em inúmeros países asiáticos. O *corporate governance* varia consoante as regiões e as medidas implementadas em cada país. Convém salientar também que, atendendo a que o modelo anglo-saxónico e o modelo europeu continental são distintos, estas diferenças podem também estar na origem de diferentes resultados (Dehaene et al., 2001).

2.3. A relevância dos Administradores não executivos

O conselho de administração é um dos órgãos com mais relevância no seio de uma empresa, contribui para a proteção contra comportamentos anómalos da gestão, promove estratégias de redução de custos e uma maior facilidade de acesso ao capital externo. De referir que o grau de relevância está associado à reputação, rede de contactos e aconselhamento estratégico dos seus membros.

Os administradores não executivos não exercem funções de gestão, e como tal, não vinculam a sociedade, no entanto possuem um papel fundamental ao mitigar conflitos de interesse que possam existir entre os gestores e os acionistas. Os administradores não executivos assumem diversas responsabilidades, como supervisionar a atividade da gestão, dar conselhos, exercer o direito de veto, ou mesmo, demitir o CEO (Weisbach, 1988). A importância dos administradores não executivos varia substancialmente com o conhecimento aprofundado da indústria, a separação entre a propriedade e o controlo e a antiguidade da empresa (Bertoni *et al.*, 2014). Os administradores não executivos independentes são um elemento chave para defender os acionistas minoritários contra o risco de expropriação (Bertoni *et al.*, 2014). A eficácia dos administradores externos depende do custo de aquisição da informação (Duchin *et al.*, 2010), uma vez que existe assimetria de informação. Os custos de informação podem ser derivados da relutância do CEO em partilhar informações com os administradores independentes ou se o CEO for suficientemente poderoso para influenciar a escolha dos administradores independentes, pode, propositadamente, selecionar membros independentes do conselho de administração com pouca experiência ou fraca habilidade em termos de monitorização e conduta de negócios (Cavaco *et al.*, 2016). Normalmente, o número de administradores independentes aumenta: com a dimensão da empresa; quando os administradores internos têm mais oportunidade de extrair benefícios próprios; ou quando o CEO tem mais influência no conselho de administração (Linck *et al.*, 2008).

Os administradores não executivos para exercerem efetivamente os seus deveres têm que ser independentes da gestão para não fazerem juízos enviesados (Fuzi *et al.*, 2016). O mero cumprimento da recomendação de ter um conselho de administração balanceado com administradores independentes não é condição suficiente, já que apesar

de algumas empresas serem constituídas por um grande número de independentes não lhes garantia o aprimoramento do seu desempenho (Fuzi *et al.*, 2016).

Para ser considerado independente, o administrador não pode estar associado a grupos de interesse na sociedade, nem se encontrar numa situação que possa afetar a sua isenção de análise ou decisão. A noção de independência é uma questão pertinente e que tem impacto na investigação sobre *corporate governance*, mas, infelizmente, é uma medida cuja validade é ameaçada pela forma como é construída (Dalton e Aguinis, 2013). Cheung *et al.* (2013) estudaram a relação entre a ligação do conselho de administração e os acionistas que controlam a empresa e concluíram que, havendo ligação, esta tem influência negativa nas práticas de *corporate governance*. De referir que caso os administradores não executivos tenham uma agenda muito preenchida é possível que tenham um efeito negativo na performance (Jackling e Johl, 2009).

Conscientes das dificuldades explicitadas e dos inúmeros estudos que procuram aferir a relação entre administradores não executivos independentes e a performance da empresa, Dalton e Aguinis (2013) alertam que a escolha da medida para representar os administradores independentes é fundamental e indicam a proporção da parte dos administradores relacionados⁵ no conselho de administração como alternativa para medir independência.

2.4. Medidas de Performance

A performance da empresa não é algo que seja fácil de medir. Steigenberger (2014) refere que medidas de performance financeira da empresa (e.g. ROA) medem unicamente o valor capturado pelos *shareholders* e não o valor criado pela empresa. Steigenberger (2014) distingue performance medida pelo ROA de performance medida pela capacidade de inovação ou pelas vendas, que medem a capacidade da empresa criar valor no mercado. A capacidade de inovação é algo que se desenvolve a longo prazo e que não se pode medir no curto prazo ou nos prazos de vigência dos contratos dos gestores, o que gera interesse e pressão pelos resultados de curto prazo e para que a

⁵ Entenda-se por administradores relacionados: administradores em representação de alguém, administradores de interesse especial (e.g. associação de respeito pelo ambiente), administradores designados (e.g. Bancos) entre outros que não estão diretamente ligados à empresa, mas que pertencem a outras instituições que exercem pressões sobre as decisões da mesma.

performance seja medida por esta via. Não devemos esquecer que muitos dos gestores têm uma componente variável na sua remuneração que os impele para objetivos de curto prazo.

Dalton e Aguinis (2013) referem que há dificuldade em medir a performance da empresa e, em muitos dos casos que analisaram, a medida escolhida pode sofrer de contaminação (e.g. quando engloba assuntos que não estão relacionados com o benefício dos *shareholders*) e deficiência (e.g. quando não abrange assuntos relacionados com o benefício dos *shareholders*). A título de exemplo, uma empresa com um ROA relativamente elevado pode ou não apresentar um preço por ação maior ao longo do período relevante (Dalton e Aguinis, 2013).

Embora a performance da empresa seja um indicador relevante, verifica-se, por um lado, que existe pouco rigor na construção desta medida, e por outro lado, diferentes medidas de performance podem não ser explicadas pelas mesmas variáveis. Constatamos portanto que a forma como se mede performance pode levar a conclusões enganosas (Steigenberger, 2014).

A performance da empresa pode ser medida de diversas formas, sendo que não se pode apontar com inequívoca certeza qual é a melhor, pode ser aferida recorrendo a modelos económicos (e.g. Retorno das Ações e Q Tobin) ou a modelos contabilísticos (e.g. ROA e ROE) (Steigenberger, 2014; Rostami *et al.*, 2016) e como tal as conclusões podem ser díspares.

Enunciaremos agora as *proxies* mais utilizadas nos estudos que tentam aferir a relação entre a composição do conselho de administração e a performance das empresas: ROA (Lefort e Urzúa, 2008; Duchin *et al.*, 2010; Adams e Jiang, 2016); ROE (Gupta e Sharma, 2014; Adams e Jiang, 2016); Q Tobin (Lefort e Urzúa, 2008; Duchin *et al.*, 2010); Retorno Anormal das ações (Alves e Mendes, 2003; Bhagat e Bolton, 2008; Duchin *et al.*, 2010), o *Long term sales growth* (Garcia-Ramos e Garcia-Olalla, 2014) e o *Earning Per Share* (EPS) (Mashayekhi e Bazaz, 2008).

Pela nossa revisão de literatura, constatamos que muitos estudos confiam no ROA e no ROE como medida de desempenho, e que estas podem ser explicadas pela independência dos administradores.

Verificamos, contudo, que as medidas de desempenho apesar de manterem a mesma nomenclatura podem ser calculadas de forma diferente, explicitaremos alguns exemplos:

- O ROA pode ser definido como resultado operacional sobre o ativo líquido total (Yermack, 1996; Bhagat e Bolton, 2008), como resultado líquido sobre o total do ativo (Gupta e Sharma, 2014), ou como resultado antes de juros e impostos (EBIT) sobre o total do ativo (Li *et al.*, 2015; Adams e Jiang, 2016);
- O ROE pode ser definido como resultado líquido sobre o capital próprio (Gupta e Sharma, 2014) ou como resultado antes de juros e impostos (EBIT) sobre o capital próprio (Adams e Jiang, 2016);
- O Retorno das ações pode ser medido tendo como base apenas o retorno associado à própria ação ou tendo em consideração a diferença entre o retorno da ação e o índice de mercado (retorno anormal). Bhagat e Bolton (2008) consideram a média do retorno mensal das ações, incluindo dividendos, medido anualmente. Duchin *et al.* (2010) consideram a média dos retornos mensais no final do ano fiscal, enquanto Alves e Mendes (2003) utilizam a média do retorno semanal em excesso das ações;
- O Q Tobin define-se como o rácio entre o *market value* e o *book value* (Bertoni *et al.*, 2014; Li *et al.*, 2015);
- *Long term sales growth (LTSG)* define-se como a média do crescimento das vendas para cada empresa (Garcia-Ramos e Garcia-Olalla, 2014);
- *Earning Per Share (EPS)* é medido como o resultado líquido dividido pelo número total das ações (Mashayekhi e Bazaz, 2008).

Pelo exposto, podemos deduzir que existem diversas formas válidas de medir a performance e cabe a cada autor utilizar a que considera mais conveniente: alguns utilizam apenas medidas contabilísticas (e.g. Dehaene *et al.*, 2001; Cavaco *et al.*, 2016), enquanto outros utilizam medidas contabilísticas e medidas de mercado (e.g. Jackling e Johl, 2009; Fuzi *et al.*, 2016; Lefort e Urzúa, 2008).

Assim sendo, é difícil comparar as conclusões de estudos que se referem à mesma teoria, mas que são baseados em medidas de desempenho diferentes (Steigenberger, 2014).

2.5. Evidência Empírica

Neste subcapítulo, abordaremos estudos empíricos que tentam estabelecer uma relação entre o *Corporate Governance* e a performance, a relação que pode existir entre os administradores não executivos e a performance, bem como a influência de outras variáveis na performance.

2.5.1. *Corporate Governance* versus Performance

A literatura teórica e empírica sobre *corporate governance* é significativa e, como tal, existem diversas formas para mensurar a relação entre esta componente e o desempenho da entidade. Existem estudos que encontraram uma relação significativa, enquanto que outros são inconclusivos.

Um estudo de referência nos EUA relativo ao impacto do *corporate governance* na performance das entidades foi levado a cabo por Gompers *et al.* (2003). A análise baseou-se na utilização de um índice de governação da sua autoria, ao qual atribuíram a designação de G. Abrangeram mais de 1500 sociedades por ano, como uma aproximação entre o balanceamento de poder entre o gestor e os *shareholders* da sociedade. Com esta, verificaram que a governação corporativa está fortemente correlacionada positivamente com os retornos das ações durante a década de 90. Afirmam, ainda, que há alguma evidência de que em entidades onde os direitos dos *shareholders* são fracos, os desempenhos das mesmas tendem também a ser débeis, no entanto existe a possibilidade de os seus resultados estarem influenciados por alguma característica não observada.

Bhagat e Bolton (2008) consideram que a medida proposta por Gompers *et al.* (2003) é uma das melhores para avaliar o *corporate governance* de uma entidade e como tal utilizaram-na no seu estudo. Ao longo do mesmo, verificaram a existência de evidência empírica que comprova que uma boa governação (medida por determinadas variáveis) afeta positivamente a performance.

Chira (2014) investiga as empresas estrangeiras que possuem as suas ações cotadas nas bolsas de valores dos EUA (NYSE e NASDAQ). Ao tentar estabelecer uma ligação entre as componentes do *corporate governance* e a flutuação das ações das empresas,

concluiu que existe uma dependência quase direta entre um governo das empresas bem estruturado e o desempenho das ações das mesmas, comparativamente às restantes.

Bauer *et al.* (2008) indagaram sobre a relação entre o governo das sociedades e o desempenho no Japão. Para a elaboração da análise utilizaram um índice composto por seis categorias (divulgação financeira, direitos de voto dos acionistas, remuneração, responsabilidade do conselho de administração, controlo de mercado e comportamento corporativo). Esse índice foi utilizado para a construção de portfólios de empresas com tipos de governação distintos (empresas bem governadas e empresas mal governadas), e constataram que as empresas bem governadas superam, claramente, as mal governadas, mesmo após a correção do risco de mercado, do tamanho e do efeito *book-to-market*. Analisando as componentes separadamente, verificaram que, por um lado, a divulgação financeira, os direitos de voto dos acionistas e a remuneração têm impacto significativo no desempenho das ações, no entanto, por outro lado, a responsabilidade do conselho de administração, o controlo de mercado e o comportamento corporativo não afetam o desempenho da empresa (Bauer *et al.*, 2008). Assim, pode-se inferir que nem todos os aspetos de governo das sociedades são importantes para os acionistas no Japão.

Bauer *et al.* (2004), no seu estudo empírico, realizado utilizando dados europeus, sobre os efeitos que o *corporate governance* pode ter no retorno das ações, no valor da empresa e na performance da empresa, concluíram que existe uma relação positiva entre as duas primeiras variáveis e o *corporate governance*, e uma relação negativa entre a performance e o *corporate governance*. O estudo foi efetuado nos anos 2000 e 2001, para as empresas que constituíam o FTSE Eurotop 300.

Diavatopoulos e Fodor (2016) concluíram que o *corporate governance* tem uma menor relevância para os retornos das ações das empresas do que o sugerido pela literatura anterior. O desempenho superior das entidades de boa governação relativamente às de má governação é válido num período específico, durante o qual os resultados foram impulsionados, em parte, por grandes empresas e diferenças nas composições dos portfólios. A análise foi efetuada no período compreendido entre 1990 e 2007. Relativamente ao período compreendido entre 1990 e 1999, verificou-se uma forte evidência de desempenho superior nas empresas de boa governação, no entanto entre 2000 e 2007 o mesmo já não se verificou.

Gupta e Sharma (2014) defendem que para o *corporate governance* funcionar corretamente é necessário existir uma cultura de consciência, transparência e abertura. No estudo efetuado utilizaram seis componentes: a constituição e a estrutura do conselho de administração, os diferentes comités, a independência dos diretores, o conflito de interesses e a divulgação da informação. Concluíram que as práticas de *corporate governance* têm um impacto limitado no preço das ações, assim como na performance financeira das empresas. A análise baseou-se em dois países asiáticos, Índia e Coreia do Sul, entre o período de 2006 a 2013. Verificou-se que na Índia, as normas de governação corporativa são mais rígidas e as divulgações são obrigatórias, à semelhança do que acontece nos EUA. No que respeita à Coreia do Sul, constatou-se que as grandes empresas são conglomerados geridos por famílias e devido a este facto não existiam requisitos obrigatórios para a existência de administradores independentes. Embora nos países asiáticos os traços culturais sejam similares, as práticas adotadas de *corporate governance* são distintas.

Kouwenberg *et al.* (2014) afirmam no seu estudo que o impacto do governo das sociedades sobre o retorno das ações não é claro. Acrescentam, ainda, que, provavelmente, a má governação se encontra associada a um elevado risco de mercado e como tal tem associada uma maior expectativa de retorno comparativamente a um portefólio com boa governação.

Akbar *et al.* (2016) analisaram a relação entre o cumprimento das recomendações de *corporate governance* e o desempenho no Reino Unido. Para efetuar o estudo, construíram um índice baseado na estimação do método dos momentos. A amostra é constituída por 435 empresas não financeiras no período de 1999 a 2009 e os resultados obtidos sugerem que o cumprimento das recomendações não é determinante na performance da empresa.

Dado existirem múltiplas formas para a medição da performance, o retorno superior das ações pode ser influenciado por fatores não relacionados com o *corporate governance*, nomeadamente o período específico da amostra, o ajustamento inadequado do risco e a existência de variáveis endógenas não observáveis.

2.5.2. Administradores não executivos versus Performance

Uma das componentes do *corporate governance* que tem suscitado o interesse dos investigadores é a relação que pode existir entre a independência dos administradores não executivos e a performance das empresas. A análise desta relação é feita, normalmente, através de uma regressão linear (Dehaene *et al.*, 2001).

Lefort e Urzúa (2008) alertam para os problemas de endogeneidade potencial na relação entre a performance da empresa e a proporção de administradores independentes. A existência destes membros pode incrementar o valor da empresa, mas por outro lado, a empresa pode decidir alterar a composição do conselho de administração em resposta à performance da empresa.

Linck *et al.* (2008) apresentam um estudo, que recai sobre 7000 empresas no período de 1990 a 2004, relativo à análise da estrutura do conselho de administração no que respeita a tendências e a fatores determinísticos dessa estrutura. Concluíram que as empresas escolhem a estrutura do conselho de administração baseadas na relação custo/benefício de ter ou não mais monitorização e aconselhamento; as empresas com maiores oportunidades de crescimento e com maior volatilidade no retorno das ações estão associadas a um número menor de administradores independentes, enquanto as empresas de maior dimensão possuem uma estrutura com mais independentes; as empresas têm um maior número de independentes na estrutura do conselho de administração quando os administradores internos têm maior oportunidade de extrair benefícios próprios e quando o CEO tem maior influência sobre o conselho de administração.

Duchin *et al.* (2010) tentam aferir se a imposição regulamentar de aumentar o número de administradores externos com vista a aumentar o peso dos independentes nos conselhos de administração promove a melhoria na performance. Concluíram, utilizando diferentes medidas de performance, o ROA e o Q Tobin, que a eficácia dos administradores externos depende do custo de aquisição de informação sobre a empresa. Quando o custo de informação é baixo, o desempenho aumenta com a adição de administradores externos, no entanto, se o custo da informação é alto, a performance piora com a sua adição, o que vem corroborar a teoria da assimetria de informação. Duchin *et al.* (2010) afirmam, ainda, que as empresas estruturam o seu conselho de

administração, tendo em consideração que a eficácia dos administradores externos varia com o custo de informação.

Bertoni *et al.* (2014) tentam mostrar que a existência de administradores independentes são um fator crítico para a avaliação das ofertas públicas iniciais. A importância dos administradores independentes varia substancialmente com o conhecimento aprofundado da indústria, a separação entre a propriedade e o controlo e a antiguidade da empresa. Segundo estes autores, existem duas formas de contributo do conselho de administração: proteção contra comportamentos anómalos de gestão e redução de custos e a facilidade de acesso ao capital externo. Isto potencia uma vantagem competitiva decorrente da reputação, rede de contactos e aconselhamento estratégico. Bertoni *et al.* (2014) destacam que são os administradores independentes que podem defender os acionistas minoritários contra o risco de expropriação. Assim, e porque Bertoni *et al.* (2014) também apontam que a ação ou influência dos administradores independentes difere com a idade da empresa, eles constataram que o impacto é maior em empresas jovens e mais inovadoras, ou quando a empresa envelhece e há uma separação entre a propriedade e o controlo desta.

Mashayekhi e Bazaz (2008) abordam quatro componentes do governo das sociedades e investigam aquelas que estão cotadas na bolsa de valores de Teerão. O estudo respeita ao período de 2005 a 2006, no qual foi utilizado um índice de *corporate governance* constituído pelas seguintes componentes: a independência dos administradores, a dimensão e a liderança do conselho de administração e, ainda, a existência de investidores institucionais. De modo a aferir a performance, utilizaram três variáveis, nomeadamente EPS, ROA e ROE. Os resultados da regressão estimada sugerem algumas relações entre a performance da entidade e as diversas componentes do conselho de administração, verificando-se um impacto negativo da dimensão, um impacto positivo da presença de diretores não executivos, a inexistência de relação com a liderança do conselho e a ausência de relação positiva fomentada pela presença de investidores institucionais no desempenho da empresa.

Rostami *et al.* (2016) elaboraram um estudo relativo ao ano de 2002, tendo também por base as empresas cotadas na bolsa de valores de Teerão, abordando, no entanto, seis componentes de *corporate governance*. Constataram que o ROA e o retorno das ações

são influenciados positiva e significativamente pela concentração da propriedade, pela independência dos administradores não executivos, pelo *CEO duality* e pelo *CEO tenure*, sendo, no entanto, influenciados negativa e significativamente pela propriedade institucional e pela dimensão do conselho de administração.

Os resultados obtidos por Rostami *et al.* (2016) relativamente à independência dos administradores e à dimensão do conselho de administração são consistentes com o estudo realizado por Mashayekhi e Bazaz (2008). Atendendo a que o período da amostra e as componentes utilizadas diferem entre estes dois estudos, as conclusões retiradas dos mesmos não são diretamente comparáveis. Porém, há a possibilidade de existirem inconsistências relativamente a outros estudos, que podem ser explicadas por fatores relacionados com a dimensão da amostra, o período, os países em análise, entre outros.

Dehaene *et al.* (2001) analisaram a composição do conselho de administração numa amostra de 122 empresas da Bélgica e o seu impacto na performance da empresa. Como medida de performance utilizaram o ROE e o ROA, e encontraram evidência que o tamanho do conselho de administração e a percentagem de administradores independentes estão positivamente relacionados com o tamanho da empresa e difere significativamente de indústria para indústria. De referir que encontraram relação positiva e significativa entre o número de administradores independentes e o ROE, e que quando as funções de *Chairman* e CEO são desempenhadas pela mesma pessoa, o ROA é significativamente maior. Contudo, ressaltam que estudos semelhantes podem chegar a conclusões diferentes.

Lefort e Urzúa (2008) com um estudo de caso do Chile referem-se a problemas de agência horizontais (i.e., aqueles que se desenvolvem entre os acionistas majoritários e os minoritários). Pela investigação de 160 empresas, Lefort e Urzúa (2008) concluem que a proporção de independentes parece afetar o valor da empresa e que esta é somente afetada pela presença de administradores externos.

Bhagat e Bolton (2008), curiosamente, depararam-se com a existência de correlação negativa entre a independência dos administradores e a performance presente e futura. Algo que contraria o que era expectável, visto que os administradores independentes

devem contribuir positivamente para o desempenho da empresa, cabendo-lhes a supervisão da gestão executiva, de modo a evitar comportamentos que estimulem fracos desempenhos da mesma.

Jackling e Johl (2009) no seu estudo sobre a interação entre a estrutura do conselho de administração e a performance das empresas indianas constataram que uma maior estrutura do conselho pode ter um impacto positivo na performance e que administradores externos com uma agenda muito preenchida aparentam ter um efeito negativo na performance.

Cavaco *et al.* (2016), que tiveram acesso a dados privilegiados no que respeita à distribuição dos conselhos de administração, conseguiram induzir o efeito de cada participante nos resultados da empresa, tendo concluído que há uma relação negativa entre independência e desempenho contabilístico, sobretudo devido aos custos que a independência acarreta (i.e., custos de informação) relativamente aos seus benefícios. Cavaco *et al.* (2016) apontam que estes custos de informação podem ser derivados da relutância do CEO em partilhar informações com os administradores independentes ou, ainda, se o CEO for suficientemente poderoso para influenciar a escolha dos administradores independentes, pode propositadamente seleccionar membros independentes do conselho de administração com pouca experiência ou fraca habilidade em termos de monitorização e conduta de negócios.

Hermalin e Weisbach (1991) concluíram que não existe relação entre a composição do conselho de administração e o desempenho da empresa.

Zabri *et al.* (2016) focaram o seu estudo nas empresas Top 100 da Bolsa da Malásia, no período de 2008 a 2012, com o intuito de perceberem a relação entre as práticas de *corporate governance* (i.e., dimensão do conselho de administração e independência dos administradores não executivos) e a performance das empresas (i.e., ROA e ROE). Os resultados mostram que a dimensão do conselho de administração influencia fraca e negativamente o ROA e é insignificante para o ROE, verifica-se também que a independência dos administradores não tem influência sobre a performance.

Fuzi *et al.* (2016) afirmam que os administradores não executivos não serão capazes de exercer efetivamente os seus deveres a não ser que sejam independentes da gestão e

exercem juízos não enviesados. Reforçam esta ideia afirmando que o mero cumprimento de um conselho de administração balanceado com administradores independentes não é condição suficiente, os administradores independentes têm que exercer efetivamente as suas funções. Fuzi *et al.* (2016) ao estudarem a associação entre a proporção de independentes e a performance concluem que embora algumas empresas fossem constituídas por um grande número de independentes isso não lhes garantia o aprimoramento no desempenho da empresa.

Adams e Jiang (2016) analisaram a relação entre os administradores independentes e a performance, no período de 1999 a 2012 nas empresas de seguros no Reino Unido e constataram que a proporção de administradores não executivos independentes não tem relação com os indicadores de performance utilizados (e.g., ROA, ROE, entre outros).

Coles *et al.* (2008) examinando a relação entre o valor da empresa e a estrutura do conselho de administração, constataram que as empresas complexas, devido aos maiores requisitos de consultoria, têm um maior número de administradores externos comparativamente com as empresas simples. O indicador de performance, Q de Tobin, aumenta com a complexidade das empresas e esta relação é impulsionada pelo número de administradores externos.

Apesar da Teoria da Agência afirmar que maior independência do conselho de administração é uma solução adequada de *corporate governance*, Garcia-Ramos e Garcia-Olalla (2014) constatam no seu estudo que a independência do conselho de administração tem efeitos limitados na performance, a proteção dos pequenos acionistas é reduzida, a concentração acionista é elevada, e um número significativo de empresas são propriedade e controladas por famílias.

Em resumo, verificamos que existem autores que defendem diferentes relações, positiva (Dehaene *et al.*, 2001; Lefort e Urzúa, 2008; Mashayekhi e Bazaz, 2008; Duchin *et al.*, 2010; Rostami *et al.*, 2016), negativa (Bhagat e Bolton, 2008; Jackling e Johl, 2009; Cavaco *et al.*, 2016) ou inconclusiva (Garcia-Ramos e Garcia-Olalla, 2014; Adams e Jiang, 2016; Fuzi *et al.*, 2016; Zabri *et al.*, 2016) entre os administradores não executivos independentes e a performance.

Apesar de existir alguma evidência de uma relação positiva entre a independência dos administradores independentes e a performance, Hermalin e Weisbach (1991) referem que alguns estudos podem não ter controlado variáveis não observáveis e passíveis de distorcer a análise. Dalton e Aguinis (2013) constataram que a relação entre a independência do conselho de administração e a performance financeira é muito baixa.

2.5.3. Outras variáveis que podem ter impacto na performance das empresas

Existem alguns fatores que podem influenciar a performance da empresa e como tal devem ser controlados.

A dimensão da empresa é um fator que é tido em consideração em estudos que relacionam *corporate governance* com a performance. Para aferir a dimensão da empresa é usual utilizar o logaritmo natural do ativo total das empresas, uma vez que permite reduzir a assimetria da distribuição das empresas da amostra e facilita a interpretação dos coeficientes. A relação entre performance e dimensão da empresa não é inequívoca. Alguns estudos apontam que tem impacto positivo (Bhagat e Bolton, 2008; Jackling e Johl, 2009; Adams e Jiang, 2016), outros estudos indicam um impacto negativo (Jackling e Johl, 2009; Li *et al.*, 2015; Adams e Jiang, 2016). Verificamos que, por vezes, dentro do mesmo estudo, alterando apenas a medida de performance, o sinal da relação altera-se.

A dimensão do conselho de administração com a performance também não é fácil aferir, tanto pode ser positiva (Dehaene *et al.*, 2001; Lefort e Urzúa, 2008; Jackling e Johl, 2009; Duchin *et al.*, 2010; Adams e Jiang, 2016; Cavaco *et al.*, 2016) como negativa (Yermack, 1996; Coles *et al.*, 2008; Mashayekhi e Bazaz, 2008; Duchin *et al.*, 2010; Bertoni *et al.*, 2014; Adams e Jiang, 2016; Cavaco *et al.*, 2016; Rostami *et al.*, 2016; Zabri *et al.*, 2016). Mais uma vez, o sinal da relação é influenciado pela utilização de diferentes medidas de performance. A variável dimensão do conselho de administração pode ser medida como o número total de membros do conselho de administração (Yermack, 1996; Bhagat e Bolton, 2008; Lefort e Urzúa, 2008; Duchin *et al.*, 2010; Garcia-Ramos e Garcia-Olalla, 2014; Adams e Jiang, 2016) ou utilizando o logaritmo natural (Li *et al.*, 2015; Cavaco *et al.*, 2016). Em relação à eficácia do

conselho de administração, Yermack (1996) encontrou evidência que corrobora que os pequenos conselhos de administração são mais eficazes.

De acordo com a literatura, existe *CEO Duality* quando as funções de Presidente da Comissão Executiva (CEO) e Presidente do Conselho de Administração (*Chairman*) são desempenhadas pelo mesmo indivíduo (Dalton e Aguinis, 2013). A Teoria da Agência sugere que a existência de *CEO Duality* reduz a independência e enfraquece o controle do conselho de administração. A separação entre o CEO e o *Chairman* está associada positivamente com a performance (Bhagat e Bolton, 2008; Garcia-Ramos e Garcia-Olalla, 2014; Adams e Jiang, 2016; Rostami *et al.*, 2016). No entanto, existem estudos (Jackling e Johl, 2009; Bertoni *et al.*, 2014) que indicam uma relação negativa.

Shleifer e Vishny (1997) defendem que a forma mais direta de alinhar os interesses é através da concentração de capital acionista. Assim, depreende-se que uma maior concentração acionista promove a redução dos conflitos de agência e, portanto, melhora a performance da empresa. A relação entre a estrutura acionista e a performance das empresas não é propriamente conclusiva. Verificamos que no mesmo estudo, alterando apenas a medida da performance, o sinal da relação varia. Em alguns estudos, a concentração acionista tem impacto positivo na performance (Lefort e Urzúa, 2008; Li *et al.*, 2015; Cavaco *et al.*, 2016; Rostami *et al.*, 2016), noutros o impacto é negativo (Adams e Jiang, 2016; Cavaco *et al.*, 2016; Rostami *et al.*, 2016). Esta situação pode existir devido a problemas de endogeneidade e também pela utilização de diferentes medidas representativas da concentração acionista (Bhagat e Bolton, 2008). A concentração acionista pode ser medida de várias formas, Li *et al.* (2015) utilizaram duas medidas no seu estudo: o rácio entre ações detidas pelos 3 maiores acionistas e o total das ações e o rácio entre ações detidas pelos 5 maiores acionistas e o total das ações.

A existência de dívida permite a redução dos conflitos de interesse entre acionistas e gestores, tem um efeito disciplinador, uma vez que os gestores não podem assumir riscos desnecessários. A alavancagem, normalmente, é medida pelo rácio entre o total da dívida e o total do ativo. O aumento da alavancagem pode aumentar os ganhos da empresa, mas aumenta também a variabilidade dos ganhos (Li *et al.*, 2015). A relação entre a alavancagem e a performance não é clara, alguns estudos indicam uma relação

positiva (Duchin *et al.*, 2010; Bertoni *et al.*, 2014), outros uma relação negativa (Jackling e Johl, 2009; Li *et al.*, 2015; Cavaco *et al.*, 2016).

A teoria financeira prevê a existência de uma relação positiva entre retorno e risco. O controlo do risco é essencial para controlar a performance, contudo é levado em consideração por poucos estudos. O risco das empresas pode ser medido pelo desvio padrão do retorno diário das ações das respetivas empresas (Coles *et al.*, 2008; Lefort e Urzúa, 2008). Existe evidência que sugere uma relação positiva entre o desempenho e o risco da empresa (Coles *et al.*, 2008; Lefort e Urzúa, 2008).

2.6. Realidade Portuguesa

Em Portugal, o sistema de governo implementado nas empresas não é único, sendo possível a adoção de um sistema de governo americano, latino, alemão ou ainda outro. Esta situação leva a que a análise referente ao estabelecimento de correlações entre as variáveis adotadas em cada tipo de governo e o desempenho das cotações das ações destas empresas se torne mais complexa.

Nas últimas décadas, várias entidades de supervisão, como a OCDE e a CMVM, emitiram recomendações de práticas a adotar pelas empresas ao nível do *corporate governance* e sobre os seus impactos na performance das empresas (Alves e Mendes 2003). Estas recomendações não visam, primordialmente, a melhoria da performance das empresas, mas a melhoria da eficácia do mercado, uma vez que estabelecem requisitos claros de informação, de adoção de estruturas organizacionais mais transparentes e que facilitem a eficácia da monitorização. A CMVM tem vindo a publicar o Relatório anual sobre o Governo das Sociedades cotadas em Portugal, com algum desfasamento temporal (e.g. o relatório de 2014 foi publicado apenas em 2017). Este contém uma análise descritiva sobre o cumprimento ou não das recomendações aprovadas em 2013. Existem também recomendações que dizem respeito aos mecanismos de remuneração dos gestores, quer estes sejam dependentes, quer independentes, tendo por objetivo o alinhamento dos seus interesses com os dos acionistas. Para a elaboração do estudo, Alves e Mendes (2003) utilizaram o modelo multifatorial de Fama e French (1993) para avaliar as ações e um modelo econométrico

para analisar o retorno dos ativos, colocando como variáveis independentes as recomendações da CMVM.

Alves e Mendes (2003) compararam se o cumprimento das recomendações que constam no Código de Governo das Sociedades da CMVM, implicaria um melhor desempenho face ao seu não cumprimento, havendo concluído que, em termos globais, o impacto seria pouco significativo. No entanto, no que respeita a algumas recomendações individuais, nomeadamente sobre a estrutura e o funcionamento do conselho de administração existe um impacto significativo, sendo que a maior influência é proveniente das recomendações relativas à comissão executiva.

No que respeita ao cumprimento das recomendações da CMVM no sentido da inclusão de mais membros independentes em relação aos acionistas dominantes, Alves e Mendes (2003) concluíram que não pode ser estatisticamente associada a retornos anormais. Além disso, chegaram a diversas conclusões, tais como: os administradores independentes terem um impacto negligenciável na performance da empresa; a existência de evidência de uma relação negativa entre a performance e as recomendações do código da CMVM referentes às regras da sociedade; e a existência de uma correlação negativa entre a política de dividendos e a performance.

Estas entidades revêm, com alguma regularidade, as recomendações que sugerem às empresas e verificam se estas estão a ser ou não aplicadas. No caso das empresas portuguesas que, geralmente, seguem um princípio de “*Comply or Explain*”, quando não é adotada alguma das recomendações propostas pela entidade de supervisão (CMVM), é necessário a apresentação de uma explicação para tal facto no seu relatório anual, podendo este figurar no relatório de contas ou em documento autónomo.

Contudo, a revisão de literatura tem levantado questões sobre a verdadeira eficácia de alguns mecanismos de controlo (Alves e Mendes, 2003) que têm sido suscitadas pela existência de evidência empírica que suporta a ideia de que algumas medidas provocam o efeito oposto no desempenho das empresas que as adotaram.

Uma das formas de mitigar estes problemas é a existência de administradores independentes nos conselhos de administração que deverão exercer uma posição de ratificação das decisões dos gestores e assim pôr cobro ao seu poder discricionário. Em

Portugal verifica-se que as empresas cotadas têm uma estrutura concentrada e pertencem, maioritariamente, a famílias.

3. Enquadramento do problema e Hipótese de investigação

A preocupação com o governo das sociedades surgiu devido à separação entre a propriedade e a gestão, e quais os mecanismos que se deve utilizar para promover o alinhamento dos interesses dos acionistas e dos gestores (Jensen e Meckling, 1976). Até 1998, a literatura defendia a existência de uma relação positiva entre a performance da empresa de longo prazo e um bom *corporate governance* (Jensen, 1986, Hermalin e Weisbach, 1991, Shleifer e Vishny, 1997). No entanto, estudos empíricos recentes demonstram que existe inconsistência nos resultados e, por vezes, a relação pode ser negativa ou insignificante. A estrutura do conselho de administração tem bastante influência no desempenho da empresa (Fama e Jensen, 1983), sendo que esta é afetada pela independência dos administradores (Hermalin e Weisbach, 1998), o *CEO duality* e a posse de ações pelos membros do conselho de administração.

Poderemos questionar se uma única característica do conselho de administração pode ser uma medida efetiva de *corporate governance*. No entanto, não existem conclusões inequívocas. Atendendo a que o conselho de administração tem o poder de tomar ou ratificar decisões importantes sobre políticas de investimento e políticas de compensação, podemos assumir que a independência do mesmo pode ser uma boa *proxy* de boa governação (Bhagat e Bolton, 2008).

As remunerações dos gestores devem ser discutidas e decididas em conselho próprio constituído, maioritariamente, por administradores não executivos e independentes, uma vez que se os *CEOs* desempenharem um papel importante na seleção, remuneração e retenção de diretores externos limitam a sua capacidade de poder e monitorização (Zahra, 1996).

O facto de os administradores não executivos de umas empresas serem administradores executivos de outras pode ser um fator limitador (Alves, 2005), uma vez que podem não ter tempo nem a informação necessária para obter um conhecimento profundo da empresa e assim serem influenciados mais facilmente pelos gestores. Cheung *et al.* (2013) constataram que existe alguma evidência que reforça a importância de existirem

administradores não executivos independentes, para que seja garantida a independência do conselho de administração.

Atendendo à relevância que a literatura faz em relação à independência do conselho de administração, aferida pela existência de administradores não executivos, pretendemos investigar com esta dissertação se os administradores não executivos e os administradores não executivos independentes têm ou não impacto na performance das empresas.

As hipóteses que pretendemos testar são as seguintes:

HA₀: A proporção dos administradores não executivos não tem impacto na performance.

HA₁: A proporção dos administradores não executivos tem impacto na performance.

HB₀: A proporção dos administradores não executivos independentes não tem impacto na performance.

HB₁: A proporção dos administradores não executivos independentes tem impacto na performance.

4. Metodologia e dados

Este capítulo apresenta a forma de recolha e tratamento de dados e descreve, justificadamente, os métodos e as técnicas adotados para a criação e avaliação dos modelos econométricos, de modo a testar as hipóteses de investigação.

4.1. Metodologia

Neste subcapítulo, descreveremos as variáveis explicativas (i.e. proporção dos administradores não executivos e proporção dos administradores não executivos independentes), as variáveis de controlo que podem exercer alguma influência, as técnicas utilizadas e o modelo utilizado.

4.1.1. Variáveis explicativas

Diversos estudos assumem que os administradores não executivos podem ser considerados, por si só, independentes (Bhagat e Bolton, 2008; Duchin *et al.*, 2010; Adams e Jiang, 2016). Não concordamos com este pressuposto simplificador, e como tal, para avaliar a influência dos administradores não executivos na performance utilizamos duas variáveis: a percentagem de administradores não executivos (NED) e a percentagem de administradores não executivos independentes (INED) à semelhança de Cheung *et al.* (2013). A distinção entre NED e INED foi efetuada de acordo com a informação declarada pelas empresas no seu relatório de governo das sociedades. A independência é algo difícil de medir, mesmo seguindo as recomendações da CMVM, e como tal pode haver algum enviesamento na classificação, uma vez que a mesma é efetuada por cada empresa.

A variável NED corresponde à proporção de administradores não executivos no número total de administradores do conselho de administração (em percentagem).

A variável INED corresponde à proporção de administradores não executivos independentes no número total de administradores do conselho de administração (em percentagem).

4.1.2. Variáveis de controlo

As variáveis de controlo, que passaremos a enunciar, foram selecionadas de acordo com a revisão de literatura efetuada.

A variável dimensão do conselho de administração (DIMCA) é medida pelo número total de membros do conselho de administração (Yermack, 1996; Bhagat e Bolton, 2008; Lefort e Urzúa, 2008; Duchin *et al.*, 2010; Garcia-Ramos e Garcia-Olalla, 2014; Adams e Jiang, 2016).

A variável *CEO Duality* (CEOD) é uma variável *dummy*, o valor 1 indica que o CEO (ou o(s) administrador(es) delegado(s)) e o presidente do conselho de administração (*Chairman*) são a mesma pessoa (Bhagat e Bolton, 2008; Cavaco *et al.*, 2016). Nos casos em que o presidente do conselho de administração também é co-CEO consideramos existir *CEO Duality* e, como tal, atribuímos o valor 1 à variável, tomando o valor 0 caso contrário.

A Estrutura Acionista (EA) (i.e. concentração acionista ou dispersão acionista) vai ser aferida pela *proxy* da percentagem de ações detidas diretamente pelos cinco maiores detentores de ações (Li *et al.*, 2015). Quanto maior o valor desta *proxy*, maior a concentração e menor a dispersão acionista.

A Dimensão da Empresa (LNDE) é utilizada em modelos explicativos do desempenho (Bhagat e Bolton 2008). Para representar a dimensão da empresa utilizamos como *proxy* o logaritmo natural do ativo total líquido (Garcia-Ramos e Garcia-Olalla, 2014; Li *et al.*, 2015; Adams e Jiang, 2016),

A Alavancagem (LEV) é medida como o rácio entre o passivo total e o ativo total (Coles *et al.*, 2008; Duchin *et al.*, 2010; Cavaco *et al.*, 2016).

A variável Risco é aferida pelo desvio padrão dos retornos diários das ações (Coles *et al.*, 2008; Lefort e Urzúa, 2008).

4.1.3. Método

Perante a revisão de literatura efetuada e as hipóteses de investigação identificadas e que pretendemos testar, utilizamos regressões lineares múltiplas com dados em painel.

A utilização de dados em painel apresenta diversas vantagens relativamente à utilização de apenas dados seccionais ou dados temporais, designadamente: a possibilidade de controlar a heterogeneidade individual, retirar mais informação dos dados, mais variabilidade, menos multicolinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência, assim como, a utilização de modelos mais complexos (Baltagi, 2001).

O aumento da dimensão da amostra permite a análise das variáveis ao longo do tempo e permite o agrupamento de dados no tempo de amostras que não são independentes, obtendo-se estimadores mais precisos e, conseqüentemente, melhores resultados. Assumindo que as premissas tradicionais se verificam, não há problema na utilização do método de mínimos quadrados para estimar os modelos (Ferreira, 2016).

A investigação empírica tem como objetivo primordial encontrar uma relação de causalidade entre as variáveis independentes e a variável dependente, como no caso do *corporate governance* e da performance. No entanto, essa relação pode ser difícil de identificar devido a problemas, como por exemplo, de endogeneidade e simultaneidade.

No nosso estudo, dado que o número de observações individuais é diferente do período temporal, teremos um painel enviesado. Temos um *short panel* já que o número de unidades individuais é superior ao número de períodos de tempo (Gujarati, 2011).

O problema da endogeneidade existe quando as variáveis independentes estão correlacionadas com o erro e isso pode ocorrer devido à omissão de uma variável relevante ou à existência de erros de medida. A possibilidade de enviesamento é um problema que pode ser grave, uma vez que as conclusões obtidas no estudo podem ser incorretas (Ferreira, 2016).

O problema da simultaneidade existe quando a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes não é unidirecional, ou seja, a variável independente afeta a variável dependente e, simultaneamente, a variável independente é afetada pela variável dependente (Gujarati, 2011).

Estamos cientes que podem existir problemas de endogeneidade e da necessidade de utilizar técnicas mais avançadas (e.g. variáveis instrumentais, equações simultâneas), no entanto não abordaremos esta questão, uma vez que sai do âmbito de uma dissertação de mestrado.

À semelhança de Adams e Jiang (2016) utilizaremos um modelo econométrico com as variáveis explicativas desfasadas em um período, com o intuito de minimizar o efeito da endogeneidade que é comum existir em estudos semelhantes.

Atendendo à possível existência de heteroscedasticidade e relações de causalidade entre as variáveis, optamos por estimar o modelo pelo método OLS com a correção da matriz de covariâncias proposto por White, no Eviews sob a designação *white period*.

4.1.4. Modelo

Para analisarmos a relação entre a independência do conselho de administração e a performance utilizaremos o seguinte modelo:

Equação 4.1 – Modelo de regressão múltipla

$$Y_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 \text{INED}_{i,t-1} + \beta_3 \text{NED}_{i,t-1} + \beta_4 \text{DIMCA}_{i,t-1} + \beta_5 \text{CEOD}_{i,t-1} + \beta_6 \text{LNDE}_{i,t-1} + \beta_7 \text{EA}_{i,t-1} + \beta_8 \text{LEV}_{i,t-1} + \beta_9 \text{RISCO}_{i,t} + u_{i,t}$$

A variável $Y_{i,t}$ representa o Retorno Anormal e o ROA.

Neste estudo, com base na literatura enunciada, vamos utilizar duas medidas de performance, uma económica (Retorno Anormal) e outra contabilística (ROA), com o intuito de verificar se existe consistência nos resultados obtidos.

Como já referimos, o nosso modelo tem duas variáveis explicativas: o **INED** que é a proporção de administradores não executivos independentes pertencentes ao Conselho de Administração das empresas e o **NED** que é a proporção de administradores não executivos pertencentes ao Conselho de Administração das empresas. As restantes são variáveis de controlo: **DIMCA** é o número de elementos que constitui o Conselho de Administração; **CEOD** assume o valor 1 quando as funções de *CEO* e *Chairman* são desempenhadas pela mesma pessoa e 0 caso contrário; **LNDE** é o logaritmo natural do ativo total líquido da empresa; **EA** é a percentagem detida pelos cinco maiores

acionistas (dita concentração acionista); **LEV** corresponde à alavancagem, que é medida como o quociente entre o passivo total e o ativo total; **RISCO** corresponde ao risco da empresa, que é medido pelo desvio-padrão dos retornos diários das ações.

Pela nossa revisão de literatura, verificamos que os modelos utilizados por diversos autores são bastante heterogéneos, quer em termos de número de variáveis, quer nas variáveis escolhidas. Assim, na elaboração do nosso modelo optamos por utilizar as variáveis de controlo mais comumente usadas pelos diversos autores.

Na regressão, os *betas* (β) representam os coeficientes de regressão, que aferem a alteração direta no valor médio da variável dependente por variação unitária da variável explicativa respetiva, *ceteris paribus*. A constante β_1 refere-se ao valor médio que a variável dependente assume quando as variáveis explicativas assumem o valor zero. O $u_{i,t}$, por sua vez, representa o termo de perturbação estocástico, sendo que o i e t representam a empresa e o ano, respetivamente.

4.2. Dados

Neste subcapítulo, vamos abordar a forma como os dados foram recolhidos e a seleção da amostra. Analisaremos também as estatísticas mais relevantes e a existência de multicolinearidade.

4.2.1. Recolha de Dados

Para a recolha dos dados, utilizamos os relatórios de governo das sociedades e os relatórios e contas das sociedades não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon* ao longo do período de 2012 a 2016. Recorremos às demonstrações financeiras consolidadas⁶ de forma a serem evitadas distorções da situação financeira das sociedades.

A base de dados *BUREAU VAB DIJK Amadeus* foi utilizada para retirar informação relativa a alguns indicadores económicos (ROA, ROE, Total do Ativo e Alavancagem) que se encontrava disponível para os anos de 2012 a 2016. Atendendo a que no momento da recolha dos dados, o ano de 2016 não estava disponível, compilamos os dados necessários dos relatórios e contas e aplicamos as fórmulas utilizadas na base de dados, que explicitamos abaixo:

⁶ baseadas em International Financial Reporting Standards (IFRS)

- ROA (Resultados antes de juros e impostos/ Total do Ativo)
- ROE (Resultados antes de juros e impostos/ Capital Próprio)
- Total do Ativo (Ativo não Corrente + Ativo Corrente)
- Alavancagem (Total do Passivo/ Total do Ativo)

De referir que, para o período de 2012 a 2015, também recorremos aos relatórios e contas, quando a base de dados não apresentava valores para os indicadores utilizados ou no caso de a empresa não apresentar dados consolidados (e.g. Jerónimo Martins).

A base de dados *Thomson Reuters Datastream* foi utilizada para a obtenção das informações do mercado, nomeadamente, o preço das ações de cada empresa e o preço do Índice PSI Geral (“POPSIGN(PI”).

Com base no preço das ações, calculamos o Retorno Anormal, medido como a média anual dos retornos anormais diários, baseando-nos no procedimento adotado por Duchin *et al.* (2010).

Para calcular o retorno diário de cada ação e do PSI Geral, utilizamos a seguinte fórmula:

$$\text{Retorno}_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

O retorno anormal diário corresponde à diferença diária entre o retorno da ação *i* e o retorno do PSI Geral.

Para calcular o Risco, calculamos o desvio padrão dos retornos diários da ação *i* em cada ano.

Para a gestão e tratamento dos dados utilizamos os softwares Microsoft Office Excel 2013 e o Eviews 8. A base de dados foi elaborada através do primeiro software referido, enquanto a análise da estatística descritiva e a estimação do modelo econométrico foi efetuada pelo segundo.

4.2.2. Análise descritiva dos dados

Para a seleção da amostra, consideramos relevante excluir as Sociedades Anónimas Desportivas, uma vez que têm características próprias quanto à estrutura acionista e ao conselho de administração, assim como as Sociedades Financeiras. A amostra final é constituída por 39 empresas que se encontram mencionadas no Anexo A.

Tabela 4.1 - Estatística descritiva

	RA	ROA	INED	NED	DIMCA	CEOD	LNDE	EA	LEV	RISCO
Média	0,0010	0,0214	0,1913	0,3470	9,5590	0,4974	13,5890	0,7497	1,2648	0,0411
Mediana	0,0006	0,0256	0,2000	0,3636	8,0000	0,0000	13,3589	0,7563	0,3359	0,0241
Máximo	0,0256	0,8282	0,7778	0,7059	30,0000	1,0000	17,6016	1,0000	137,8443	0,5656
Mínimo	-0,0044	-0,4198	0,0000	0,0000	3,0000	0,0000	9,7975	0,1815	0,0001	0,0096
Desvio Padrão	0,0033	0,1069	0,1882	0,1845	5,3727	0,5013	1,7153	0,1684	10,0524	0,0565
Assimetria	3,7276	2,6028	0,5101	-0,3875	1,6135	0,0103	0,1356	-0,6355	13,0638	5,6818
Curtose	23,2116	28,3583	2,4607	2,4609	6,1510	1,0001	2,6261	3,1767	176,8386	45,2625
Observações	188	191	195	195	195	195	195	195	195	192

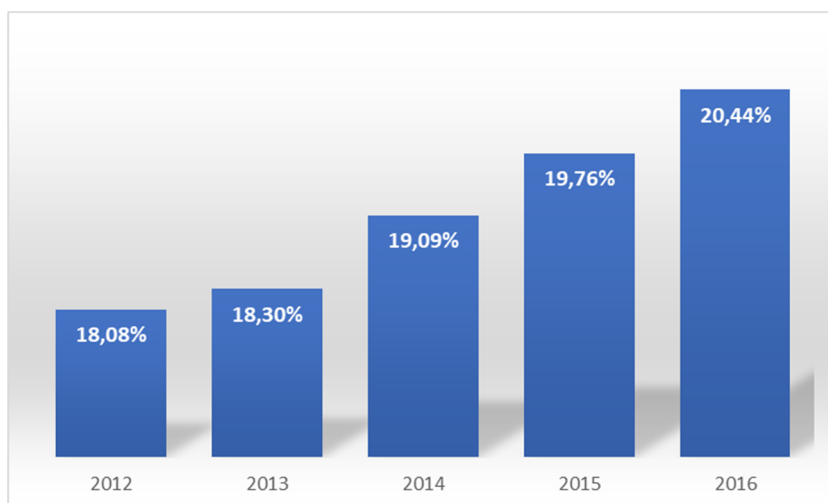
Fonte: Elaboração própria

Pela Tabela 4.1, verificamos que os dados não estão normalmente distribuídos, uma vez que a média é diferente da mediana. Os dados das variáveis RA, ROA, DIMCA, EA, LEV e Risco estão mais concentrados em torno na média, enquanto as variáveis INED, NED, CEOD e LNDE apresentam dados mais dispersos em relação à média. A maior parte das variáveis apresenta assimetria positiva, o que significa que existe uma maior concentração de valores à esquerda da média.

Constatamos que a variável INED apresenta uma média inferior à mediana, o que significa que os dados não estão normalmente distribuídos. A percentagem máxima de administradores independentes é 77,77% do número total de membros do conselho de administração e o valor mínimo zero indica que existem empresas que não têm administradores não executivos independentes. A variável NED apresenta um valor máximo um pouco menor (70,58%), sendo que também existem empresas que não tem administradores não executivos. O número de administradores no conselho de administração varia entre 3 e 30, sendo que a média corresponde a um valor entre 9 e 10 membros.

De modo a complementar a análise da Tabela 4.1, vamos analisar de seguida a evolução das variáveis: INED, NED, DIMCA, CEOD e EA.

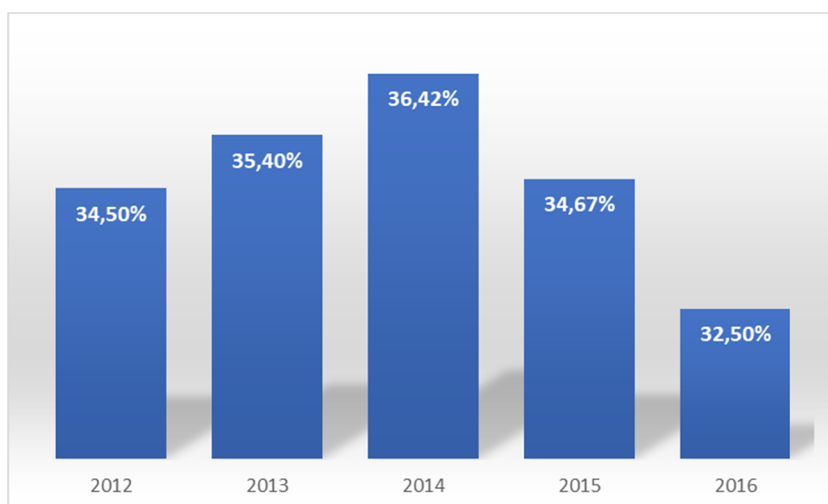
Gráfico 4.1 - Proporção de Administradores não executivos independentes (INED)



Fonte: Elaboração própria

Verificamos, no Gráfico 4.1, que a proporção dos administradores independentes no Conselho de Administração tem aumentado, em termos médios e de forma consistente. Em 2012, a proporção de administradores não executivos independentes rondava os 18%, enquanto em 2016 esse valor ascendeu a 20,4%. Este aumento pode ser despoletado pela maior insistência das autoridades de supervisão, através das recomendações emitidas nos últimos anos.

Gráfico 4.2 - Proporção de Administradores não executivos (NED)

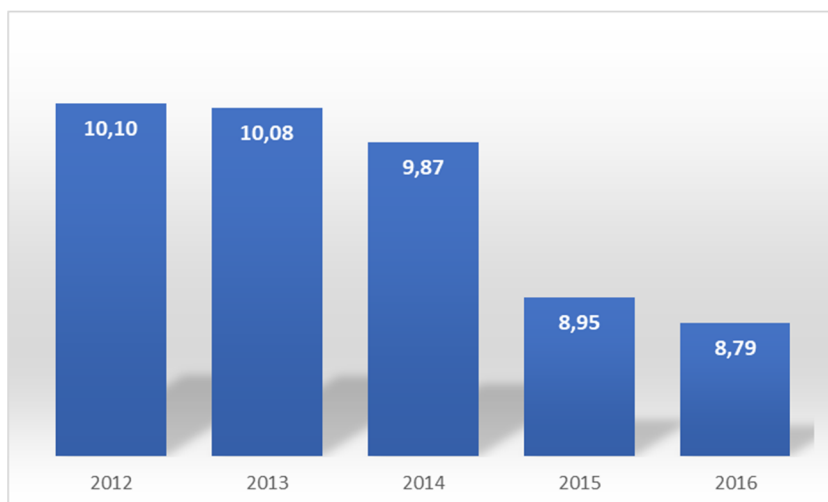


Fonte: Elaboração própria

Pelo Gráfico 4.2, confirmamos que a proporção dos administradores não executivos no Conselho de Administração aumentou, em termos médios, entre 2012 (34,5%) e 2014 (36,4%), no entanto a partir desta data começou a diminuir, sendo que em 2016 atingiu

os 32,50%. Esta alteração pode estar relacionada com as recomendações da CMVM que entraram em vigor em 2013, e que privilegiam a existência de administradores que cumpram os critérios de independência.

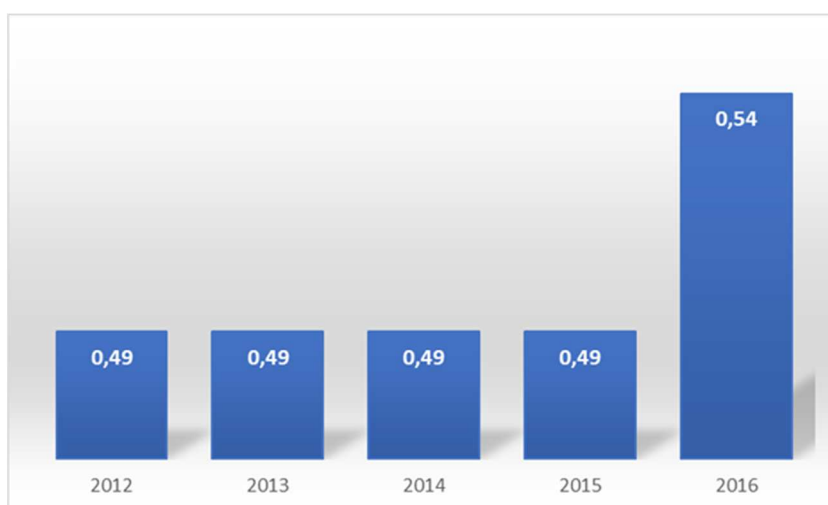
Gráfico 4.3 - Evolução do número médio de administradores nos Conselhos de Administração (DIMCA) ao longo do período de 2012 a 2016



Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 4.3 demonstra que a dimensão do Conselho de Administração reduziu, em termos médios, entre 2012 e 2016. Em 2012, em média, existiam dez elementos, no entanto em 2016 o valor médio era inferior a nove.

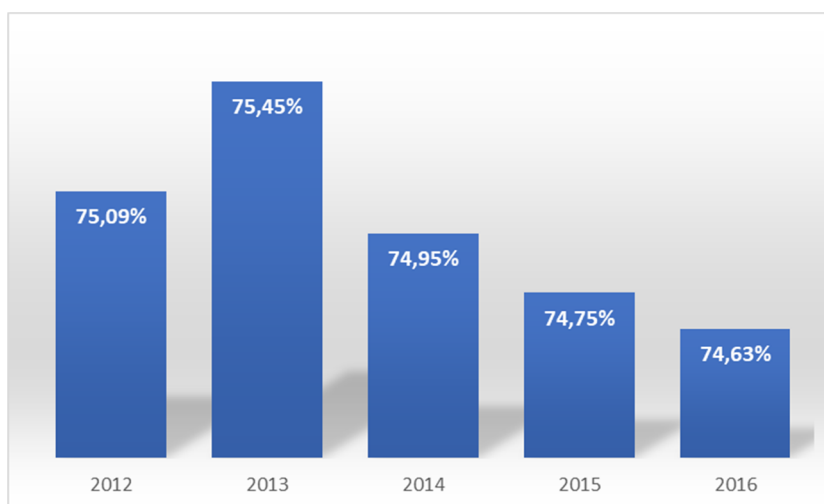
Gráfico 4.4 - Evolução da independência entre CEO e Chairman (CEO Duality) ao longo do período de 2012 a 2016



Fonte: Elaboração própria

A independência entre o CEO e o *Chairman*, em termos médios, tem sido constante ao longo do período de 2012 a 2015. Em 2016, verificou-se uma ligeira diminuição, i.e., existe uma maior concentração de funções de CEO e *Chairman* na mesma pessoa (Gráfico 4.4).

Gráfico 4.5 - Evolução da Estrutura Acionista (EA) ao longo do período de 2012 a 2016



Fonte: Elaboração própria

Através do Gráfico 4.5, verificamos que a concentração acionista, em termos médios, praticamente não alterou ao longo do período de 2012 a 2016, nota-se apenas uma redução de 75,09% em 2012 para 74,63% em 2016.

4.2.3. Análise à ausência de Multicolinearidade

Tabela 4.2 - Matriz de Correlação

	RA	ROA	INED	NED	DIMCA	CEOD	LNDE	EA	LEV	RISCO
RA	1									
ROA	-0,1904***	1								
INED	-0,1589**	0,0629	1							
NED	-0,0995	0,0986	-0,3158***	1						
DIMCA	-0,1828**	0,1197	0,3476***	0,2237***	1					
CEOD	0,1288*	-0,1225*	-0,3345***	-0,2165***	-0,4746***	1				
LNDE	-0,3564***	0,1707**	0,4765***	0,0013	0,7143***	-0,2736***	1			
EA	0,1406*	-0,0993	-0,2993***	0,0549	-0,3988***	0,0077	-0,3946***	1		
LEV	0,4145***	-0,1278*	-0,0603	-0,0387	-0,1062	0,0892	-0,1354*	0,0968	1	
RISCO	0,7154***	-0,2513***	-0,1477**	-0,0698	-0,2626***	0,0875	-0,4527***	0,2569***	0,3789***	1

*coeficiente significativo para 10% de nível de significância
 **coeficiente significativo para 5% de nível de significância
 ***coeficiente significativo para 1% de nível de significância

Fonte: Elaboração própria

A multicolinearidade ocorre quando duas ou mais variáveis são altamente correlacionadas, e como tal, os desvios padrão estimados podem ser sobre ou subestimados, levando a conclusões erradas nos testes de hipóteses. Atendendo a que não existem testes formais para verificar a presença ou não de multicolinearidade, iremos recorrer à matriz de correlação.

Como verificamos, na Tabela 4.2, que os coeficientes de correlação entre cada par de variáveis são inferiores a 0.7, não antevemos que a colinearidade possa ser um problema.

5. Resultados e Análise

Neste capítulo serão expostos, interpretados e discutidos os resultados provenientes da análise empírica. Faremos referência a estudos semelhantes durante a nossa análise. De referir que o objetivo principal desta dissertação é a relação entre a performance e a existência de administradores não executivos (independentes ou não). As variáveis de controlo serão analisadas de forma resumida.

5.1. Resultados

Apresentaremos agora os resultados que obtivemos pela estimação do modelo identificado na Equação 1.

O modelo adotado foi estimado pelo método OLS com a correção da matriz de covariância. Pela Tabela 5.1, verificamos que é estatisticamente significativo, para cada uma das variáveis dependentes (i.e., Retorno Anormal e ROA).

A variável INED não é significativa para um nível de significância usual, enquanto a variável NED tem impacto negativo no Retorno Anormal para um nível de significância de 10% (*p-value* 0.0577). As variáveis de controlo, DIMCA, CEOD, LNDE e EA não são significativas para um nível de significância de 5%. A variável LEV tem impacto negativo no Retorno Anormal para um nível de significância de 1% (*p-value* 0.0000) e a variável RISCO tem impacto positivo no Retorno Anormal para um nível de significância de 1% (*p-value* 0.0000).

Ao utilizar a medida de performance Retorno Anormal, podemos inferir que os administradores não executivos independentes não têm potencialmente impacto na performance e que os administradores não executivos têm potencialmente impacto negativo. A relação negativa entre independência do conselho de administração e a performance da empresa pode ocorrer devido ao facto de os administradores independentes não terem acesso ou conhecimento de toda a informação da empresa (Cavaco *et al.*, 2016).

Analisando o modelo tendo em conta a variável dependente ROA, verificamos que as variáveis INED e NED não são significativas para um nível de significância usual (*p-value* 0.1659 e *p-value* 0.3883, respetivamente). As variáveis de controlo DIMCA,

CEOD, LNDE e EA não são significativas para um nível de significância usual. A variável LEV é significativa para um nível de significância de 5% (*p-value* 0.0000). A variável RISCO tem impacto negativo no ROA para um nível de significância de 5% (*p-value* 0.0438), algo que não seria de esperar, mas que por vezes acontece quando se utilizam variáveis contabilísticas (Cavaco *et al.*, 2016). Podemos assim inferir que os administradores não executivos e os administradores não executivos independentes, no estudo efetuado, não têm impacto na performance da empresa, se esta for medida pelo ROA.

Tabela 5.1 - Resultados da estimação do modelo por OLS com correção da matriz de covariâncias para as variáveis dependentes: Retorno Anormal e ROA

Variáveis	Sinal previsto	Variáveis Dependentes	
		RA	ROA
Constante		0,0022 (0,7609)	-0,0632 (-0,5742)
INED	+	-0,0009 (-0,8766)	-0,0612 (-1,3926)
NED	+	-0,0020* (-1,9133)	0,0382 (0,8654)
DIMCA	+	0,0000 (0,5852)	-0,0009 (-0,4994)
CEOD	-	0,0001 (0,1336)	0,0012 (0,0622)
LNDE	?	-0,0002 (-0,8581)	0,0079 (1,1703)
EA	+	0,0005 (0,3457)	0,0048 (0,0852)
LEV	-	-0,0000*** (-7,2588)	-0,0006*** (-4,6646)
RISCO	+	0,0423*** (8,4986)	-0,6528** (-2,0338)
R ²		0,6639	0,2301
R ² Ajustado		0,6450	0,1867
Estatística F		35,0641	5,3050
Prob (Estatística F)		0,0000	0,0000
Durbin-Watson		1,4133	0,8775
Amostra (ajustada): 2013 2016 / Períodos incluídos: 4 / Dados seccionais incluídos: 39			
Total de observações em Dados em Painel (enviado): 151			
Correção dos desvios padrão e covariância de acordo com o procedimento de White			
INED (% administradores não executivos independentes), NED (% administradores não executivos), DIMCA (número elementos conselho administração), CEOD (1 se CEO=Chairman, 0 caso contrário), LNDE (logaritmo natural ativo total líquido), EA (% 5 maiores acionistas), LEV (alavancagem medida como quociente entre passivo total e o ativo total), RISCO (desvio-padrão dos retornos diários das ações)			
Estatística t entre parênteses			
*coeficiente significativo para 10% de nível de significância			
**coeficiente significativo para 5% de nível de significância			
***coeficiente significativo para 1% de nível de significância			

Fonte: Elaboração própria

5.2. Análise de Robustez

Neste subcapítulo, e como forma de analisar a robustez dos resultados obtidos, por um lado, vamos acrescentar uma nova variável de controlo ao modelo (i.e. vamos inserir no modelo a variável dependente (RA ou ROA, respetivamente) com desfasamento de um período, e por outro, aplicaremos o modelo apenas ao ano 2016, com desfasamento das variáveis exógenas em um período.

5.2.1. Variável dependente com desfasamento de um período

À semelhança de Adams e Jiang (2016), utilizamos a performance passada como variável explicativa. As Tabela B.1 e Tabela B.2 apresentam os resultados da estimação do modelo para as variáveis dependentes RA e ROA, respetivamente. A variável RA com desfasamento de um período (LRA) é significativa para um nível de significância de usual. Notamos que os resultados apurados são consistentes, à exceção da variável NED que deixou de ser significativa.

Podemos assim inferir que os administradores não executivos e os administradores não executivos independentes, no estudo efetuado, não têm impacto na performance da empresa, se esta for medida pelo RA.

A variável ROA com desfasamento de um período (LROA) é significativa para um nível de significância de 10%. Constatamos que os resultados apurados são consistentes.

Podemos assim inferir que os administradores não executivos e os administradores não executivos independentes, no estudo efetuado, não têm impacto na performance da empresa, se esta for medida pelo ROA.

5.2.2. Estimação do modelo OLS para o ano 2016, com desfasamento das variáveis exógenas

Para complementar a análise dos dados em painel, estimamos o modelo por OLS para o ano 2016, com o desfasamento de um período das variáveis exógenas. Procedemos à realização dos testes de Breusch-Pagan-Godfrey (para testar a existência de homoscedasticidade) e teste de Breusch-Godfrey (para verificar a ausência de autocorrelação). Verificamos que, para um nível de significância de 5%, não rejeitamos

as hipóteses nulas (i.e., homoscedasticidade e de ausência de autocorrelação). Assim sendo, a inferência estatística é considerada válida.

Tendo por base os resultados do modelo para a variável dependente RA (Tabela B.3), verificamos que as variáveis explicativas INED (*p-value* 0.6573) e NED (*p-value* 0.3668) não são estatisticamente significativas para um nível de significância de 5%. A variável de controlo DIMCA (*p-value* 0.0919) é estatisticamente significativa e tem impacto positivo para um nível de significância de 10%. A variável RISCO (*p-value* 0.0000) é estatisticamente significativa e tem impacto positivo para um nível de significância de 1%. As variáveis de controlo CEOD (*p-value* 0.2713), LNDE (*p-value* 0.1006), EA (*p-value* 0.1273) e LEV (*p-value* 0.3208) não são estatisticamente significativas para um nível de significância de 5%. Verificamos que existe consistência com os resultados apurados.

Com base nos resultados mencionados na Tabela B.4, constatamos que a variável explicativa INED (*p-value* 0.9659) não é significativa, no entanto a variável explicativa NED (*p-value* 0.0175) é significativa e tem impacto potencialmente positivo para um nível de significância de 5%. O aumento de um administrador não executivo tem um impacto positivo de 0.1377 unidades na performance da empresa, medida pelo ROA. A variável LEV (*p-value* 0.0000) tem impacto negativo e é estatisticamente significativa para um nível de significância de 1%. As variáveis de controlo, DIMCA (*p-value* 0.8680), CEOD (*p-value* 0.4161), LNDE (*p-value* 0.1228), EA (*p-value* 0.7532) e RISCO (*p-value* 0.1459) não são estatisticamente significativas para o nível de significância usual.

Pelo exposto, verificamos que a variável NED não apresenta consistência, tanto pode ter impacto positivo, negativo ou insignificante, dependendo da medida de performance utilizada e do modelo utilizado. A variável INED apresenta consistência no estudo que efetuamos e não é significativa para a performance da empresa.

Os resultados que obtivemos estão de acordo com alguns estudos efetuados recentemente (Garcia-Ramos e Garcia-Olalla, 2014) e que apontam no sentido da irrelevância dos administradores não executivos como variável explicativa da performance das empresas.

6. Conclusões

A análise das teorias de *Corporate Governance* contribuíram para mostrar a complexidade deste conceito. A Teoria da Agência analisa este conceito do prisma do problema da agência (i.e. como fazer com que um agente (gestor) cumpra os interesses de um principal (acionista)). Um dos pilares desta teoria passa por identificar os possíveis custos existentes nesta relação de forma a poder encontrar soluções adequadas para resolver potenciais conflitos de interesse. A *Stewardship Theory* questiona a qualidade necessariamente egoísta do gestor que é defendida pela teoria anterior, argumentando que os gestores podem ser confiáveis. Embora não sendo tão robusta empiricamente, os conceitos legais atuais de empresa bem como a proteção legal aos pequenos investidores em países Anglo-saxónicos têm por base este conceito. A *Stakeholder Theory* argumenta que o gestor tem que responder não apenas perante os acionistas, mas também perante as entidades que, de alguma forma, tenham interesse na conduta na empresa. A identificação dos *stakeholders* relevantes e a desresponsabilização dos gestores pela impossibilidade potencial de gerir várias funções objetivo constituem entraves apontados pelos seus críticos. A falta de natureza ética das práticas dos gestores quando têm apenas que responder perante acionistas leva a que seja fundamental que outras entidades tenham maior poder no escrutínio das suas ações. Por fim, a *Network Governance Theory*, ao contrário das três anteriores, foca-se, especificamente, em práticas de *Corporate Governance* de redes de empresas com uma entidade própria e objetivos bem delineados, algo que, com a globalização, se tornou mais comum.

O impacto do *Corporate Governance* no desempenho das empresas continua a ser um tema bastante atual e continuará, certamente, a sê-lo, uma vez que as evidências empíricas existentes até à data não fornecem conclusões exatas e inequívocas. Inicialmente, partia-se do pressuposto que o impacto seria positivo, no entanto, atualmente, existem estudos que apontam para a existência de impactos negativos ou negligenciáveis. Estas inconsistências podem ser explicadas pela dimensão da amostra, pelo período de análise, pelos países envolvidos, pelo método de análise utilizado, entre outros.

Existem dois tipos de análise distintos no que respeita à mensuração da relação entre o *corporate governance* e a performance da empresa. Por um lado, as análises baseadas apenas numa única variável (e.g. *board size* ou *CEO duality*) utilizam amostras de pequena dimensão e assentam em curtos períodos de tempo. Por outro lado, outros estudos analisam diversas variáveis e abrangem um longo período de tempo.

Com o passar dos anos, verificamos uma tendência para a homogeneização das práticas de *corporate governance* nos diversos países, sendo que a OCDE teve um papel relevante na divulgação dos mesmos.

O Código de Governo das Sociedades da CMVM 2013 recomenda que o Conselho de Administração inclua “um número de membros não executivos que garanta efetiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da atividade dos restantes membros do órgão de administração” e que deve existir uma “proporção adequada de administradores não executivos independentes”. Apesar destas recomendações, verificamos que muitas das empresas não as adotam, principalmente em relação ao critério de independência. Alegam, por um lado, que dada a sua dimensão reduzida, não é eficiente terem administradores não executivos, e por outro, não veem vantagem em terem administradores não executivos independentes. Atendendo a esta postura por parte de várias empresas, tivemos por objetivo avaliar empiricamente o impacto que os administradores não executivos e os administradores não executivos independentes têm na performance das empresas.

Pelos resultados expostos no capítulo anterior, constatamos, por um lado, que a influência dos administradores não executivos independentes não é estatisticamente significativa, e por outro lado, a influência dos administradores não executivos é inconclusiva, uma vez que os resultados apresentam impacto potencialmente positivo, negativo ou insignificante dependendo da medida de performance utilizada. Esta conclusão está de acordo com o estudo efetuado por Alves e Mendes (2003), no período compreendido entre 1999 e 2001, no entanto, atendendo a que CMVM e a OCDE têm nos últimos anos incentivado a existência de uma proporção adequada de administradores não executivos e administradores não executivos independentes, pretendíamos aferir qual seria o impacto do cumprimento destas recomendações na performance da empresa.

Pelo nosso estudo, constatamos que o incentivo para as empresas portuguesas conterem administradores independentes é diminuto, uma vez que não conseguimos inferir uma relação positiva entre a independência do conselho de administração e a performance das empresas cotadas em Portugal.

O nosso estudo apresenta algumas limitações, nomeadamente a amostra reduzida e as técnicas utilizadas poderem conter vulnerabilidades.

Atendendo à existência de inúmeros modelos que são utilizados para analisar a relação entre a independência do conselho de administração e a performance das empresas, sugerimos a criação de um modelo robusto que possa ser utilizado em diversos países. Para os resultados serem comparáveis, os modelos devem utilizar as mesmas variáveis, as mesmas fórmulas de cálculo e o mesmo período de tempo. As análises deverão ter em conta o passado recente, i.e., após a implementação das últimas leis ou recomendações sobre *corporate governance*.

Referências bibliográficas

- Adams, M. e W. Jiang. (2016). "Do outside directors influence the financial performance of risk-trading firms? Evidence from the United Kingdom (UK) insurance industry". *Journal of Banking & Finance*, Vol. 64, N° 3, pp. 36-51.
- Akbar, S., J. Poletti-Hughes, R. El-Faitouri e S. Z. A. Shah. (2016). "More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the application of generalized method of moments estimation". *Research in International Business and Finance*, Vol. 38, pp. 417-429.
- Alves, C. e V. Mendes. (2003). "Corporate Governance Policy and Company Performance: The Case of Portugal". *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, N° 3, pp. 290-301.
- Alves, C. F. (2005). *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*. Coimbra: Edições Almedina, SA.
- Baltagi, B. H. (2001). *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester: John Wiley & Sons Ltd. 2 ed.
- Bauer, R., B. Frijns, R. Otten e A. Tourani-Rad. (2008). "The impact of corporate governance on corporate performance: Evidence from Japan". *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 16, N° 3, pp. 236-251.
- Bauer, R., N. Guenster e R. Otten. (2004). "Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance". *Journal of Asset Management*, Vol. 5, N° 2, pp. 91-104.
- Bertoni, F., M. Meoli e S. Vismara. (2014). "Board Independence, Ownership Structure and the Valuation of IPOs in Continental Europe". *Corporate Governance - An International Review*, Vol. 22, N° 2, pp. 116-131.
- Bhagat, S. e B. Bolton. (2008). "Corporate governance and firm performance". *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, N° 3, pp. 257-273.
- Cavaco, S., E. Challe, P. Crifo, A. Reberioux e G. Roudaut. (2016). "Board independence and operating performance: analysis on (French) company and individual data". *Applied Economics*, Vol. 48, N° 52, pp. 5093-5105.
- Cheung, Y.-L., C.-W. Chung, W. Tan e W. Wang. (2013). "Connected board of directors: A blessing or a curse?". *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37, N° 8, pp. 3227-3242.
- Chira, I. (2014). "The impact of governance characteristics on the stock price of cross listed companies". *Journal of Economics and Finance*, Vol. 38, pp. 53-70.
- CMVM. (2013). "Recomendações Sobre o Governo das Sociedades Cotadas". <http://www.cmvm.pt>, acessado em 10 de Janeiro 2017.

- Coles, J. L., N. D. Daniel e L. Naveen. (2008). "Boards: Does one size fit all?". *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, N° 2, pp. 329-356.
- Dalton, D. R. e H. Aguinis. (2013). "Measurement Malaise in Strategic Management Studies: The Case of Corporate Governance Research". *Organizational Research Methods*, Vol. 16, N° 1, pp. 88-99.
- Danielson, M. G., J. L. Heck e D. R. Shaffer. (2008). "Shareholder Theory - How Opponents and Proponents Both Get It Wrong". *Journal of Applied Finance*, Vol. 18, N° 2, pp. 62-66.
- Davis, J. H., F. D. Schoorman e L. Donaldson. (1997). "Toward a Stewardship Theory of management". *Academy of Management Review*, Vol. 22, N° 1, pp. 20-47.
- Dehaene, A., V. De Vuyst e H. Ooghe. (2001). "Corporate performance and board structure in Belgian companies". *Long Range Planning*, Vol. 34, N° 3, pp. 383-398.
- Diavatopoulos, D. e A. Fodor. (2016). "Does Corporate Governance Matter for Equity Returns?". *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 16, N° 5, pp. 39-59.
- Donaldson, T. e L. E. Preston. (1995). "The Stakeholder Theory of the Corporation - concepts, evidence, and implications". *Academy of Management Review*, Vol. 20, N° 1, pp. 65-91.
- Duchin, R., J. G. Matsusaka e O. Ozbas. (2010). "When are outside directors effective?". *Journal of Financial Economics*, Vol. 96, N° 2, pp. 195-214.
- Eisenhardt, K. M. (1989). "Agency Theory - An Assessment and Review". *Academy of Management Review*, Vol. 14, N° 1, pp. 57-74.
- Fama, E. F. e M. C. Jensen. (1983). "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law & Economics*, Vol. 26, N° 2, pp. 301-325.
- Ferreira, P. J. S. (2016). *Princípios de Econometria - aprenda econometria com exemplos: regressão linear simples e múltipla, logit e probit, séries temporais, dados em painel agora com a utilização do Eviews*. Cacém: Rei dos Livros. 1 ed.
- Freeman, R. E. (1994). "The Politics of Stakeholder Theory: Some Future Directions". *Business Ethics Quarterly*, Vol. 4, N° 4, pp. 409-421.
- Fuzi, S. F. S., S. A. A. Halim e M. K. Julizaerma. (2016). "Board Independence and Firm Performance". *Procedia Economics and Finance*, Vol. 37, pp. 460-465.
- Garcia-Ramos, R. e M. Garcia-Olalla. (2014). "Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach". *Journal of Management & Organization*, Vol. 20, N° 3, pp. 313-332.
- Gompers, P., J. Ishii e A. Metrick. (2003). "Corporate governance and equity prices". *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, N° 1, pp. 107-155.

- Gujarati, D. (2011). *Econometrics by example*. New York: Palgrave Macmillan. 1 ed.
- Gupta, P. e A. M. Sharma. (2014). "A Study of the Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian and South Korean Companies". *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 133, pp. 4-11.
- Hermalin, B. E. e M. S. Weisbach. (1991). "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance". *Financial Management*, Vol. 20, N° 4, pp. 101-112.
- Hermalin, B. E. e M. S. Weisbach. (1998). "Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO". *American Economic Review*, Vol. 88, N° 1, pp. 96-118.
- Hermalin, B. E. e M. S. Weisbach. (2012). "Information Disclosure and Corporate Governance". *Journal of Finance*, Vol. 67, N° 1, pp. 195-233.
- Jackling, B. e S. Johl. (2009). "Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies". *Corporate Governance - An International Review*, Vol. 17, N° 4, pp. 492-509.
- Jensen, M. C. (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *The American Economic Review*, Vol. 76, N° , pp. 323-329.
- Jensen, M. C. (2001). "Value maximization, Stakeholder Theory, and the corporate objective function". *Journal of applied corporate finance*, Vol. 14, N° 3, pp. 8-21.
- Jensen, M. C. e W. H. Meckling. (1976). "Theory of firm - Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N° 4, pp. 305-360.
- Jones, C., W. S. Hesterly e S. P. Borgatti. (1997). "A General Theory of Network Governance: exchange conditions and social mechanisms". *Academy of Management Review*, Vol. 22, N° 4, pp. 911-945.
- Kouwenberg, R., R. Salomons e P. Thontirawong. (2014). "Corporate governance and stock returns in Asia". *Quantitative Finance*, Vol. 14, N° 6, pp. 965-976.
- Lefort, F. e F. Urzúa. (2008). "Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile". *Journal of Business Research*, Vol. 61, N° 6, pp. 615-622.
- Li, K., L. Lu, U. R. Mittoo e Z. Zhang. (2015). "Board independence, ownership concentration and corporate performance-Chinese evidence". *International Review of Financial Analysis*, Vol. 41, N° , pp. 162-175.
- Linck, J. S., J. M. Netter e T. Yang. (2008). "The determinants of board structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, N° 2, pp. 308-328.

- Mashayekhi, B. e M. S. Bazaz. (2008). "Corporate Governance and Firm Performance in Iran". *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 4, Nº 2, pp. 156-172.
- Mugaloglu, Y. I. e E. Erdag. (2013). "Corporate Governance, Transparency and Stock Return Volatility: Empirical Evidence from the Istanbul Stock Exchange". *Journal of Applied Economics and Business Research*, Vol. 3, Nº 4, pp. 207-221.
- OCDE. (2016). "Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE". <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>, acessado em 10 de Janeiro 2017.
- Phillips, R., R. E. Freeman e A. C. Wicks. (2003). "What Stakeholder Theory Is Not". *Business Ethics Quarterly*, Vol. 13, Nº 4, pp. 479-502.
- Provan, K. G. e P. Kenis. (2008). "Modes of Network Governance: Structure, Management, and Effectiveness". *Journal of Public Administration Research and Theory*, Vol. 18, Nº 2, pp. 229-252.
- Rostami, S., Z. Rostami e S. Kohansal. (2016). "The Effect of Corporate Governance Components on Return on Assets and Stock Return of Companies Listed in Tehran Stock Exchange". *Procedia Economics and Finance*, Vol. 36, pp. 137-146.
- Shleifer, A. e R. W. Vishny. (1997). "A survey of corporate governance". *Journal of Finance*, Vol. 52, Nº 2, pp. 737-783.
- Silva, A. S., A. Vitorino, C. F. Alves, J. A. d. Cunha e M. A. Monteiro. (2006). *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*. S.L.: Instituto Português de Corporate Governance.
- Soltani, B. e C. Maupetit. (2015). "Importance of core values of ethics, integrity and accountability in the European corporate governance codes". *Journal of Management and Governance*, Vol. 19, Nº 2, pp. 259-284.
- Steigenberger, N. (2014). "Only a matter of chance? How firm performance measurement impacts study results". *European Management Journal*, Vol. 32, Nº 1, pp. 46-65.
- Sundaram, A. K. e A. C. Inkpen. (2004). "The Corporate Objective Revisited". *Organization science*, Vol. 15, Nº 3, pp. 350-363.
- Tricker, B. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Great Britain: Oxford University Press Inc. 3 ed.
- Weisbach, M. S. (1988). "Outside directors and CEO turnover". *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431-460.
- Yermack, D. (1996). "Higher market valuation of companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Nº 2, pp. 185-211.

- Zabri, S. M., K. Ahmad e K. K. Wah. (2016). "Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia". *Procedia Economics and Finance*, Vol. 35, pp. 287-296.
- Zahra, S. A. (1996). "Governance, ownership, and corporate entrepreneurship: The moderating impact of industry technological opportunities". *Academy of Management Journal*, Vol. 39, N° 6, pp. 1713-1735.

Anexo A. Empresas consideradas na amostra

Nº	Empresas
1	ALTRI, SGPS, S.A.
2	CIMPOR - CIMENTOS DE PORTUGAL, SGPS, S.A.
3	COFINA - SGPS, S.A.
4	COMPTA - EQUIPAMENTOS E SERVIÇOS DE INFORMÁTICA, S.A.
5	CORTICEIRA AMORIM, SGPS, S.A.
6	CTT - CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.
7	EDP - ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.
8	EDP RENOVAVEIS, SA
9	ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.
10	F.RAMADA - INVESTIMENTOS, SGPS, S.A.
11	GALP ENERGIA, SGPS, S.A.
12	GLINTT - GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES, S.A.
13	GRUPO MÉDIA CAPITAL - SGPS, S.A.
14	IBERSOL - SGPS, S.A.
15	IMOBILIÁRIA CONSTRUTORA GRÃO-PARÁ, S.A.
16	IMPRESA - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.
17	INAPA - INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, S.A.
18	JERÓNIMO MARTINS - SGPS, S.A.
19	LISGRÁFICA - IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, S.A.
20	LUZ SAÚDE, S.A. (ESPIRITO SANTO SAÚDE, S.A. em 2012 e 2013)
21	MARTIFER - S.G.P.S., S.A.
22	MOTA - ENGIL, SGPS, S.A.
23	NOS, SGPS, S.A. (ZON OPTIMUS, SGPS, SA em 2013; ZON MULTIMÉDIA em 2012)
24	NOVABASE - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.
25	PHAROL - SGPS, S.A. (PORTUGAL TELECOM, SGPS, S.A. em 2012, 2013 e 2014)
26	REDITUS - SOCIEDADE GESTORA DE PARTICIPAÇÕES SOCIAIS, S.A.
27	REN - REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A.
28	SAG GEST - SOLUÇÕES AUTOMÓVEL GLOBAIS, SGPS, S.A.
29	SDC - INVESTIMENTOS, SGPS, S.A.
30	SEMAPA - SOCIEDADE DE INVESTIMENTO E GESTÃO, SGPS, S.A.
31	SONAE - S.G.P.S., S.A.
32	SONAE CAPITAL, SGPS, S.A.
33	SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.
34	SONAECOM - S.G.P.S., S.A.
35	SUMOL+COMPAL, S.A.
36	TEIXEIRA DUARTE, S.A.
37	THE NAVIGATOR COMPANY, S.A. (PORTUCEL, S.A. em 2012, 2013 e 2014)
38	TOYOTA CAETANO PORTUGAL, S.A.
39	VAA - VISTA ALEGRE ATLANTIS, SGPS, S.A.

Anexo B. Testes de Robustez

Tabela B.1 - Resultados da estimação do modelo por OLS, com desfasamento de um período da variável dependente RA

Variável Dependente: RA	
Constante	0,0003 (0,1177)
INED	-0,0008 (-0,8135)
NED	-0,0014 (-1,5178)
DIMCA	0,0000 (0,0885)
CEOD	-0,0001 (-0,1208)
LNDE	0,0000 (-0,2057)
EA	0,0002 (0,1710)
LEV	-0,0000*** (-4,7586)
RISCO	0,04152*** (7,6625)
LRA	0,1852** (2,2421)
R ²	0,6794
R ² Ajustado	0,6582
Estatística F	32,0186
Prob (Estatística F)	0,0000
Durbin-Watson	1,8943
<p>Amostra (ajustada): 2013 2016 / Períodos incluídos: 4 / Dados seccionais incluídos: 38 Total de observações em Dados em Pannel (enviesado): 146 Correção dos desvios padrão e covariância de acordo com o procedimento de White</p> <p>INED (% administradores não executivos independentes), NED (% administradores não executivos), DIMCA (número elementos conselho administração), CEOD (1 se CEO=Chairman, 0 caso contrário), LNDE (logaritmo natural ativo total líquido), EA (% 5 maiores acionistas), LEV (alavancagem medida como quociente entre passivo total e o ativo total), RISCO (desvio-padrão dos retornos diários das ações)</p> <p>Estatística t entre parênteses *coeficiente significativo para 10% de nível de significância **coeficiente significativo para 5% de nível de significância ***coeficiente significativo para 1% de nível de significância</p>	

Fonte: Elaboração própria

Tabela B.2 - Resultados da estimação do modelo por OLS, com desfazamento de um período da variável dependente ROA

Variável Dependente: ROA	
Constante	-0,0178 (-0,2091)
INED	-0,0438 (-1,1692)
NED	0,0507 (1,4751)
DIMCA	-0,0001 (-0,0784)
CEOD	0,0143 (0,8899)
LNDE	0,0040 (0,7868)
EA	-0,0213 (-0,5243)
LEV	-0,0005*** (-3,2004)
RISCO	-0,5039* (-1,9377)
LROA	0,1178* (1,7729)
R ²	0,2841
R ² Ajustado	0,2378
Estatística F	6,1297
Prob (Estatística F)	0,0000
Durbin-Watson	1,1430
Amostra (ajustada): 2013 2016 / Períodos incluídos: 4 / Dados seccionais incluídos: 39	
Total de observações em Dados em Painel (enviado): 149	
Correção dos desvios padrão e covariância de acordo com o procedimento de White	
INED (% administradores não executivos independentes), NED (% administradores não executivos), DIMCA (número elementos conselho administração), CEOD (1 se CEO=Chairman, 0 caso contrário), LNDE (logaritmo natural ativo total líquido), EA (% 5 maiores acionistas), LEV (alavancagem medida como quociente entre passivo total e o ativo total), RISCO (desvio-padrão dos retornos diários das ações)	
Estatística t entre parênteses	
*coeficiente significativo para 10% de nível de significância	
**coeficiente significativo para 5% de nível de significância	
***coeficiente significativo para 1% de nível de significância	

Fonte: Elaboração própria

Tabela B.3 - Resultados da estimação do modelo por OLS para o ano 2016, para a variável dependente RA, com desfasamento de um período das variáveis explicativas

Variável Dependente: RA	
Constante	0,0019 (0,5193)
INED	0,0007 (0,4483)
NED	-0,0015 (-0,9168)
DIMCA	0,0002* (1,7433)
CEOD	0,0007 (1,1213)
LNDE	-0,0005 (-1,6959)
EA	0,0031 (1,5699)
LEV	-0,0011 (-1,0101)
RISCO	0,0442*** (14,3088)
R ²	0,9184
R ² Ajustado	0,8959
Estatística F	40,7997
Prob (Estatística F)	0,0000
Durbin-Watson	2,2989
Amostra: 1 39	
Observações incluídas: 38	
INED (% administradores não executivos independentes), NED (% administradores não executivos), DIMCA (número elementos conselho administração), CEOD (1 se CEO=Chairman, 0 caso contrário), LNDE (logaritmo natural ativo total líquido), EA (% 5 maiores acionistas), LEV (alavancagem medida como quociente entre passivo total e o ativo total), RISCO (desvio-padrão dos retornos diários das ações)	
Estatística t entre parênteses	
*coeficiente significativo para 10% de nível de significância	
**coeficiente significativo para 5% de nível de significância	
***coeficiente significativo para 1% de nível de significância	

Fonte: Elaboração própria

Teste de Breusch-Pagan-Godfrey (Teste de Heteroscedasticidade)

H₀: Homoscedasticidade

H₁: Heteroscedasticidade

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.648453	Prob. F(8,29)	0.7309
Obs*R-squared	5.766114	Prob. Chi-Square(8)	0.6734
Scaled explained SS	2.232097	Prob. Chi-Square(8)	0.9731

Segundo o teste Breusch-Pagan-Godfrey, e atendendo a que o *p-value* é de 0.9731, para um nível de significância de 5%, a hipótese nula não é rejeitada. Conclua-se, portanto, que não há indícios de heteroscedasticidade.

Teste de Breusch-Godfrey (Teste de Autocorrelação)

H₀: Ausência de Autocorrelação

H₁: Existência de Autocorrelação

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.829353	Prob. F(4,25)	0.5191
Obs*R-squared	4.451737	Prob. Chi-Square(4)	0.3483

De acordo com o teste Breusch-Godfrey e considerando que os resíduos são desfasados em 4 períodos, atendendo a que o *p-value* é de 0.3483, a hipótese nula não é rejeitada para um nível de significância de 5%. Assim, conclui-se que o teste não deteta a presença de autocorrelação, para o nível de significância em questão.

Tabela B.4 - Resultados da estimação do modelo por OLS para o ano 2016, para a variável dependente ROA, com desfasamento de um período das variáveis explicativas

Variável Dependente: ROA	
Constante	-0,1074 (-0,8946)
INED	0,0023 (0,0431)
NED	0,1377** (2,5203)
DIMCA	-0,0005 (-0,1677)
CEOD	0,0177 (0,8250)
LNDE	0,0139 (1,5895)
EA	-0,0225 (-0,3174)
LEV	-0,2518*** (-6,8527)
RISCO	-0,1568 (-1,4942)
R ²	0,7007
R ² Ajustado	0,6181
Estatística F	8,4874
Prob (Estatística F)	0,0000
Durbin-Watson	1,8048
Amostra: 1 39	
Observações incluídas: 38	
INED (% administradores não executivos independentes), NED (% administradores não executivos), DIMCA (número elementos conselho administração), CEOD (1 se CEO=Chairman, 0 caso contrário), LNDE (logaritmo natural ativo total líquido), EA (% 5 maiores acionistas), LEV (alavancagem medida como quociente entre passivo total e o ativo total), RISCO (desvio-padrão dos retornos diários das ações)	
Estatística t entre parênteses	
*coeficiente significativo para 10% de nível de significância	
**coeficiente significativo para 5% de nível de significância	
***coeficiente significativo para 1% de nível de significância	

Fonte: Elaboração própria

Teste de Heteroscedasticidade

H₀: Homoscedasticidade

H₁: Heteroscedasticidade

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	1.315139	Prob. F(8,29)	0.2752
Obs*R-squared	10.11617	Prob. Chi-Square(8)	0.2570
Scaled explained SS	4.771512	Prob. Chi-Square(8)	0.7817

Segundo o teste Breusch-Pagan-Godfrey, e atendendo a que o *p-value* é de 0.7817, para um nível de significância de 5%, a hipótese nula não é rejeitada. Conclui-se, portanto, que não há indícios de heteroscedasticidade.

Teste de Autocorrelação

H₀: Ausência de Autocorrelação

H₁: Existência de Autocorrelação

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.695199	Prob. F(4,25)	0.6024
Obs*R-squared	3.803714	Prob. Chi-Square(4)	0.4332

De acordo com o teste Breusch-Godfrey, como o *p-value* é de 0.4332, a hipótese nula não é rejeitada para um nível de significância de 5%. Assim, conclui-se que o teste não deteta a presença de autocorrelação, para o nível de significância em questão.