

---

Análise da relação entre os mecanismos de Corporate Governance e o desempenho da Empresa – o caso do setor mobiliário português

**Marta Vilela do Cabeço Silva Rente**

---

Dissertação  
Mestrado em Economia

---

Orientado por  
**Hélder Valente da Silva**

---

Setembro 2018

Dedico esta dissertação ao meu Padrinho, uma das pessoas que mais se orgulhava de mim  
e que mais falta me faz.

## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer ao Professor Hélder Valente da Silva, orientador científico desta tese, por todo o apoio, orientação, acompanhamento e disponibilidade prestada durante a minha dissertação. Agradeço também à Professora Raquel Meneses e ao Dr. João Begonha pela disponibilidade e ajuda prestada na recolha de dados necessária para a realização desta dissertação.

Quero também agradecer a todos os professores com que me cruzei na minha Licenciatura e Mestrado na FEP pela partilha de conhecimento e por me terem encorajado a superar todos os desafios.

Aos meus pais por todas as palavras de incentivo e confiança, por nunca duvidarem um segundo das minhas capacidades e por rechearem todos os meus dias de amor e segurança. Aos meus irmãos pela sua compreensão e ajuda nos momentos mais complicados e por me ajudarem sempre a ver o cenário mais bonito em todas as situações.

À minha avó e restante família pelos momentos felizes que me proporcionam e pelo incentivo e orgulho que demonstram todos os dias.

A todos os meus amigos pela paciência demonstrada nas situações mais difíceis, por não me deixarem desistir dos meus sonhos, pelos momentos inesquecíveis que me ajudaram a viver e por serem um pilar fundamental nesta jornada.

Um obrigado especial à Inês Carvalho, à Leninha Moreira e à Rita Ferraz por serem o meu apoio todos os dias. Obrigada por toda a amizade e por me fazerem ser uma pessoa mais feliz e completa a cada dia que passa.

Obrigada ao meu padrinho pela força e garra que demonstrou mesmo nos dias mais difíceis. Por nunca ter deixado de me sorrir mesmo quando tudo o fazia chorar. Por ter acreditado sempre em mim e ter feito de mim a afilhada mais sortuda e feliz nos últimos 23 anos.

Por último, um agradecimento especial ao meu namorado que me acompanhou todos os dias, pela sua paciência, compreensão e amor incondicional e por tornar todos os meus dias mais bonitos e felizes.

## Resumo

*Corporate Governance* é uma área de estudo relativamente recente cuja principal preocupação se centra na adesão dos principais agentes das sociedades comerciais aos códigos de boas práticas, através de mecanismos impostos para reduzir ou eliminar os conflitos de interesse e, desta forma, melhorar o desempenho da empresa.

Apesar de haver estudos recentes na literatura a relacionar as práticas de *Corporate Governance* com o salário do CEO ou com a divulgação da responsabilidade social corporativa, não há, ainda, muitos estudos em Portugal a relacionar os instrumentos utilizados em Governo das Sociedades com o desempenho da empresa que os adota.

Neste sentido, o objetivo deste trabalho é analisar de que forma os mecanismos de Governo das Sociedades influenciam o desempenho e o valor da empresa. Para tal, são utilizados modelos econométricos que incorporam dados das 20 maiores empresas portuguesas do setor mobiliário, para o período de 2008 a 2016.

Códigos JEL: C12, G32, G34,

Palavras-Chave: *Corporate Governance*, Agência, Estrutura de Propriedade, *Performance*, Indústria Mobiliária

## **Abstract**

Corporate Governance is a relatively recent area of study whose main concern focuses on the membership of the main agents of commercial companies to the codes of good practices, through mechanisms imposed to reduce or eliminate conflicts of interest and, thus, to improve the company's performance.

There are recent studies in the literature relating Corporate Governance's practices with the CEO's salary or with the disclosure of corporate social responsibility. However there are not many studies in Portugal relating the instruments used in Corporate Governance to the performance of the company that adopt these mechanisms.

Thus, the objective of this work is to analyze how the mechanisms of Corporate Governance influence the performance and value of the company.

For this purpose, they are used econometric models that incorporate data from the 20 largest portuguese companies in the furniture industry, between 2008 and 2016.

JEL-codes: C12, G32, G34,

Key-words: Corporate Governance, Agency, Ownership, Performance, Furniture Industry

## Índice

Agradecimentos .....	ii
Resumo .....	iii
Abstract .....	iv
Índice de Quadros.....	vi
Índice de Figuras .....	vii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de literatura .....	3
2.1 Conceito e importância de Governo das Sociedades .....	3
2.2 Principais Sistemas de Governo das Sociedades .....	8
2.3 Limitações dos Sistemas de Governo das Sociedades .....	11
2.4 Mecanismos de Governo das Sociedades .....	13
3. Metodologia .....	17
3.1 Amostra .....	17
3.2 Modelo e Hipóteses .....	19
4. Resultados da investigação: análise e discussão .....	24
4.1 . Método POLS.....	25
4.2 . Método Efeitos Fixos.....	29
4.3 . Método Efeitos Aleatórios .....	32
5. Conclusão.....	40
Referências Bibliográficas.....	42

## Índice de Quadros

Quadro 1: Principais Características dos Sistemas de Governo das Sociedades .....	8
Quadro 2: Lista das 20 maiores empresas do ramo mobiliário no ano de 2016.....	19
Quadro 3: Síntese de todas as variáveis usadas no presente estudo e respectivas medições .....	23
Quadro 4: Estatísticas descritivas .....	24
Quadro 5: Matriz de correlações e covariâncias entre as variáveis dependentes e independentes.....	25
Quadro 6: Estimação do modelo por OLS (variável dependente Vendas).....	26
Quadro 7: Estimação do modelo por OLS (variável dependente ROA) .....	27
Quadro 8: Estimação do modelo por Efeitos Fixos (variável dependente Vendas).....	30
Quadro 9: Estimação do modelo por Efeitos Fixos (variável dependente ROA) .....	31
Quadro 10: Estimação do modelo por Efeitos Aleatórios (variável dependente Vendas).	32
Quadro 11: Estimação do modelo por Ffeitos Aleatórios (variável dependente ROA).....	34
Quadro 12: Teste de Chow (variável dependente ROA) .....	35
Quadro 13: Teste de Hausman (variável dependente ROA).....	35
Quadro 14: Teste de Chow (variável dependente Vendas) .....	35
Quadro 15: Teste de Hausman (variável dependente Vendas).....	35
Quadro 16: Comparação entre os coeficientes de regressão para o método de POLS, FE e RE .....	36

## Índice de Figuras

Figura 1: Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico .....	10
Figura 2: Estrutura do Modelo Continental.....	10

## Lista de Abreviaturas

CA	Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CG	<i>Corporate Governance</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
MMQ	Método dos Mínimos Quadrados
ROA	Retorno sobre o Ativo
ROE	Retorno sobre o Património Líquido
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

## 1. Introdução

Atualmente, as sociedades e respetivos gestores enfrentam situações atípicas, consequência de constantes mudanças tanto ao nível da livre circulação de informação, capitais, bens e serviços como da livre deslocação dos indivíduos e entidades (Santos, 2009). Assistimos, desde o início do século XXI e reforçada pela crise financeira vivida na Europa em 2008, a uma divisão entre proprietários e gestores, criando um novo tipo de relação organizacional que até à altura era pouco relevante. Criava-se uma globalização da gestão das sociedades e da atividade económica como resultado do crescente desenvolvimento dos negócios e atividades internacionais (Santos, 2009).

De modo a poder acompanhar as mudanças sentidas no panorama económico, as organizações, independentemente da geografia do seu capital, sentiram a urgência de ajustar o seu sistema de tomada de decisão, gestão e processos de recrutamento de pessoal às exigências da economia, reforçando a atenção prestada à relação entre os agentes internos e externos à empresa (Lima *et al.*, 2003; Rodrigues, 2009).

Assim, “... cada empresa deve ser administrada e gerida em benefício de todos os accionistas e não em função de interesses individuais ou de interesses de determinados grupos de accionistas, com os quais podem ter relações comerciais preferenciais ou para o benefício de determinados elementos da Administração.” (Moreira *et al.*, 2004, p. 5). A possibilidade de os gestores das empresas com capital disperso decidirem de acordo com a maximização da sua utilidade, ao invés do interesse dos acionistas obriga à existência de mecanismos que conduzam à prossecução dos fins para que tenha sido criada a sociedade (Alves, 2005), isto é, instrumentos que controlem as ações dos agentes e facilitem o alinhamento dos seus interesses. No entanto, os investidores apenas confiam os seus recursos aos gestores quando acreditam que estes mecanismos funcionam na perfeição, expondo-se a riscos variados entre os quais o risco de expropriação (Shleifer e Vishny, 1997). Segundo Zingales (1997, p. 4), são variados os instrumentos que podem ser utilizados nas boas práticas de governação, como “*Allocation of ownership, capital structure, managerial incentive schemes, takeovers, boards of directors, pressure from institutional investors, product market competition, labor market competition, organizational structure,...*”.

São inúmeras as empresas que se defrontam com problemas de má governabilidade, prejudiciais ao desempenho da mesma, seja por conflito de interesses entre gestores e

acionistas ou por falhas na direção, pelo que é de extrema relevância o estudo de possíveis mecanismos usados para contornar estas situações e respetivas performances.

Neste sentido, são propostas as seguintes questões de investigação: de que forma o conflito de interesses entre gestores e acionistas de uma empresa afeta o seu desempenho; que mecanismos são usados geralmente para resolver esta situação e qual o seu impacto no desempenho da empresa. Apesar de haver estudos recentes na literatura a tratar a primeira e segunda questão, para a terceira a literatura é mais escassa.

O objetivo deste trabalho passa, então, por perceber de que forma os mecanismos de *Corporate Governance* afetam o valor da empresa e como contribuem para o seu desempenho.

Pretende-se, desta forma, contribuir para uma melhor compreensão da relação existente entre o *Corporate Governance* e o crescimento e desenvolvimento da empresa, através do estudo de casos de empresas do ramo imobiliário, em que os mecanismos de governo das sociedades influenciaram, positiva ou negativamente, o valor da empresa. Apesar de existirem na literatura trabalhos comparativos entre os mecanismos de governo das sociedades e outras variáveis, como o salário do CEO ou o risco corporativo, procura-se dar um contributo nesta área de conhecimento através da relação entre os mecanismos e o desempenho geral de empresas portuguesas de forma a reforçar a utilidade das práticas de *Corporate Governance* geralmente aplicadas.

O presente relatório está organizado em cinco capítulos. No primeiro capítulo são descritos os principais objetivos da atual investigação assim como a sua motivação e relevância para a literatura. Para tal, é realizada uma introdução ao tema e descrita a questão de investigação. No segundo capítulo é desenvolvida uma revisão de literatura onde se analisa a literatura relevante para o tema, nomeadamente as principais limitações encontradas nos sistemas de governo de sociedades e os diversos mecanismos utilizados para contornar a problemática. No terceiro capítulo é apresentada a metodologia usada na presente dissertação, considerando a natureza da questão de investigação. No quarto capítulo são retratados os resultados dos testes realizados com recurso ao software computacional Eviews10<sup>1</sup>. Por fim, no último capítulo são expressas as principais conclusões do estudo.

---

<sup>1</sup> [www.eviews.com](http://www.eviews.com)

## 2. Revisão de literatura

Neste capítulo, é apresentada uma análise da literatura mais recente e/ou significativa relativa ao tema que se pretende estudar.

### 2.1 Conceito e importância de Governo das Sociedades

A problemática do *Corporate Governance* tem sido um tema bastante recorrente em várias empresas mas a sua discussão teve verdadeiramente início nos EUA, quando os autores Adolph Berle e Gardiner Means, na consequência do rescaldo da grande crise de 1929, publicaram o livro “*The Modern Corporation and Private Property*”, em 1932. Durante este período, “...*corporate governance has been identified with takeovers, financial restructuring and institutional investors’ activism.*” (Zingales, 1997, p. 1). Esse trabalho constituiu uma referência para a legislação norte-americana e fundamentou a criação do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934, ambos ainda em vigor (Batista, 2011).

A preocupação com as questões do *Corporate Governance* sofreu um alargamento geográfico, chegando à Europa através da publicação do *Relatório Cadbury*, no Reino Unido em 1992, onde “...*in response to a variety of ethical scandals in business, an eminent panel of experts was convened to examine the workings of boards of directors, and the relationship between auditors, boards, executives and shareholders.*” (Boyd, 1996, p. 167). Este relatório, publicado pela *London Stock Exchange*, surgiu como uma reação a escândalos financeiros britânicos ocorridos e teve impacto em diversos países da Europa, o que pode ser comprovado pelo número significativo de códigos de boas práticas aplicados pelas entidades reguladoras (Moreira *et al.*, 2004). Seguidamente, em 1998, foi constituído um grupo de trabalho pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) cujo foco se restringia ao acompanhamento da evolução do *Corporate Governance* nos vários países e de onde resultou a aprovação, em 1999, dos Princípios sobre o Governo das Sociedades.<sup>2</sup>

Estes princípios refletiam variadas referências dirigidas aos diversos Estados no sentido de introduzir mecanismos de apoio e controlo dos acionistas e dos restantes indivíduos abrangidos pelas empresas cotadas (Moreira *et al.*, 2004). Já em Portugal, o tema

---

<sup>2</sup> Na última década, foram variadas as intervenções no que toca a Governo das Sociedades. Estas, vieram responder a situações de crise que pediam o retorno da segurança e da confiança entre os agentes e o Mercado: o Relatório Cadbury (1992) surgiu como reação a escândalos societários britânicos (BCCI, Mirror Group); os Princípios da OCDE reagiram à crise asiática de 1997/98 e a Lei Sarbanes-Oxley nasceu como resposta ao escândalo Enron e Worldcom.

Governo das Sociedades surgiu em Outubro de 1999 quando a Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) aprovou um conjunto de 17 recomendações<sup>3</sup> relativas a regras de conduta a considerar no exercício do controlo e direção das empresas admitidas à negociação, que deviam ser entendidas como recomendações de e para o mercado (Marques, 2007). Apesar de este documento ser contínuo e se encontrar aberto a novas apreciações e sugestões, a versão atual destas recomendações da CMVM data de 2013 onde são abrangidos, entre outros aspetos, a representação dos acionistas e respetivo direito de voto, divulgação de informação, auditorias e fixação de remunerações.

*Corporate Governance* é, desta forma, um tema que tem vindo a ganhar importância na medida em que o mercado e as instituições vão reconhecendo o seu positivo impacto na estabilidade dos mercados financeiros e no crescimento económico.

Sabemos que as sociedades comerciais, apesar de pessoas coletivas com direitos e responsabilidades jurídicas, não são capazes, por si próprias, de definir e expor a sua vontade, pelo que é necessário que sejam constituídos órgãos específicos, compostos por uma multiplicidade de pessoas físicas, e que tenham como objetivo a concretização dos interesses da sociedade (Alves, 2005).

O conceito de governo das sociedades é, então, um conceito relativo que procura explicar o modo como as empresas são geridas e controladas. Neste contexto, são abrangidos nessa expressão as questões relacionadas com o controlo e direção de uma empresa assim como as temáticas relativas ao alinhamento dos interesses que, de alguma forma, estão envolvidos no funcionamento das sociedades comerciais (CMVM, 1999; Marques, 2007).

São múltiplas as definições existentes para este conceito, mas todas valorizam a necessidade de eliminar a problemática de alinhamento de interesses entre gestores ou auditores e acionistas. Por *Corporate Governance* entende-se, assim, “o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência” (Silva et al., 2006, p. 12).

Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 2) “*Corporate Governance deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*”.

---

<sup>3</sup> Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades, disponível em: <http://www.cmvm.pt>

Já a OCDE (2004, p. 206) afirma que “...*the corporate governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organization – such as the board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making*”.

Monks e Minow (2008) defendem, por outro lado, que *Corporate Governance* será sempre entendida como um elemento do risco para ambas as partes envolvidas: se por um lado constitui um risco para os investidores, cujos interesses podem não estar devidamente protegidos por gestores e diretores corruptos e ineficazes; por outro, constitui também um risco para os empregados, comunidades, credores, fornecedores e consumidores.

O crescimento significativo das empresas nos últimos anos tem provocado uma “discricionariedade dos gestores” (Rodrigues, 2009), devido a uma elevada reunião de capitais (Berle e Means, 1932), obrigando a uma separação gradual entre acionistas e gestores. Esta discricionariedade acontece sempre que os gestores atuam conforme os seus interesses e não de acordo com os interesses de quem representam, isto é, dos proprietários. Como tal, a divisão de funções entre estes agentes traz vantagens tanto para os proprietários da empresa como para os que a gerem e controlam, entre os quais propiciar projetos mais rentáveis aos investidores, sem que estes necessitem de um determinado nível de riqueza acumulada (Stapledon, 1997) e facilitar a participação dos acionistas nos ganhos da atividade empresarial, sem que estes necessitem de mostrar capacidades de gestão ou sem que dispendam tempo com a direção e controlo da empresa (Alves, 2005).

No entanto, existem consequências no funcionamento das empresas provocadas pela separação entre acionistas, gestores executivos e órgão de administração. É, de facto, de extrema relevância, perceber de que forma os acionistas e os gestores se relacionam, ao que podemos chamar “relação de agência”, expressão primeiramente introduzida por Jensen e Meckling (1976). O problema da agência dá-se, então, quando o agente (CEO ou gestores) age racionalmente aos incentivos sob informações assimétricas, tentando maximizar a sua própria utilidade ao invés da utilidade do principal (investidores). Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 7) o problema da agência baseia-se na “...*separation of management and finance, [...] or of ownership and control*”. Para o autor “*The agency problem [...] refers to the difficulties financiers have in assuring that their funds are not expropriated or wasted on unattractive projects*”. São variadas os motivos que podem levar a esta problemática, entre eles esforços insuficientes por parte dos gestores, compromissos com investimentos extravagantes,

estratégias executivas para proteger as suas posições, auto-negociação ou benefícios privados (Tirole, 2006). Em geral, os agentes atuam com um acentuado nível de arbitrariedade quando os direitos de controlo das sociedades revelam um elevado nível de dispersão (Berle e Means, 1932).

Esta forma de organização, baseada na divisão contratual dos poderes de gestão e direção induz, também, a custos, designados de custos de agência. Estes custos, segundo Jensen e Meckling (1976), dividem-se em três tipos: os “custos de controlo” - os custos resultantes da fiscalização dos agentes (*monitoring expenditures*), os “custos de obrigação” - as despesas efetuadas pelos acionistas (agente) para assegurar que os gestores e diretores (principal) respeitam os seus interesses (*bonding expenditures*) e, por fim, os “custos residuais” - perdas residuais, que não puderam ser evitadas na sua totalidade, resultantes de decisões cujo interesse do proprietário não foi respeitado (*residual loss*).

Ao realçar a assimetria de informação presente na relação entre o agente e o principal relativamente à real situação da empresa, a teoria da agência vem por este meio complementar este estudo. Assim, quando as empresas são eficientes conseguem reduzir os custos de agência, o que se traduz num menor nível de risco de oportunismo por parte dos agentes (Rodrigues, 2009).

O propósito central dos sistemas de governo das sociedades, apesar de muitas vezes considerado, incorretamente, como uma intervenção na autonomia das empresas, é de, através de uma gestão responsável da empresa, equilibrar a sua competitividade e produtividade. Ao promover o necessário alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, o Governo das Sociedades permite um melhor desempenho da empresa, o reforço da segurança e da confiança dos mercados e das aplicações dos aforradores, e apresenta-se como um fator distintivo importante que promove a concorrência entre sociedades cotadas e entre mercados (Marques, 2007).

Atualmente existem diversos estudos que fomentam a necessidade de utilizar novos instrumentos de governo, que juntamente com mecanismos contratuais de correta utilização dos recursos, minimizem os custos de agência e melhorem o desempenho da empresa. No entanto, nestes estudos, os autores apenas analisam o impacto de alguns mecanismos de *Corporate Governance* no desempenho da empresa ou, noutros casos, estudam o seu impacto em variáveis dependentes distintas.

Assim, em 2012, Erkens *et al.* (2012) estudam a influência dos mecanismos de governo das sociedades na performance das empresas financeiras durante a crise financeira

vivida em 2007/08, em particular o impacto do papel dos diretores independentes e dos acionistas mais influentes. Para tal, é usada uma amostra de 296 empresas de 30 países e um modelo econométrico cuja variável dependente é o desempenho da empresa e as variáveis independentes são, entre outras, a independência do quadro de diretores, a presença de grandes acionistas e a estrutura de propriedade. Os resultados permitiram concluir que: empresas com quadros de diretores mais independentes e com estrutura de propriedade concentrada vivenciam taxas de retorno mais reduzidas durante a crise assim como criam uma maior equidade de capital durante a crise, o que permite uma maior transferência entre os acionistas e os detentores de dívida. Ainda, empresas com estruturas de propriedade mais concentradas enfrentam um maior risco antes da crise, o que se manifesta numa maior perda para os investidores.

Alves *et al.* (2016) analisaram o relacionamento entre as práticas de *Corporate Governance* e o salário do CEO através de uma amostra de empresas cotadas em Portugal entre 2002 a 2011. Através de um modelo econométrico e, tendo como variáveis, as características da firma, do CEO, do quadro de diretores e dos acionistas, concluíram que a remuneração do CEO é, de facto, influenciada pelos mecanismos de governo de sociedades e que se revela maior em empresas de maior dimensão e com maior nível de taxa de dividendos e menor em empresas familiares ou reguladas. Por outro lado, Diez-Esteban *et al.* (2016) através do seu mais recente estudo, analisam a relação entre a estrutura de propriedade e o risco corporativo para uma lista de empresas de Espanha, Portugal, Itália e Grécia para o período de 2001 a 2004.

Já em 2017, Dias *et al.* (2017) usam a teoria dos *stakeholders* para explorar como as características do *Corporate Governance* influenciam a divulgação da responsabilidade social corporativa no contexto de uma crise financeira global.

Em semelhança ao presente estudo, Lan e Li (2007) e Vo e Nguyen (2014) estudam a relação entre os mecanismos de *Corporate Governance* e o desempenho da empresa no mercado chinês e vietnamita, respetivamente.

De seguida, serão analisados os principais sistemas de governo das sociedades aplicados (anglo-saxónico e continental) e as diversas limitações que estes enfrentam.

## 2.2 Principais Sistemas de Governo das Sociedades

Os mecanismos de controlo e administração das empresas podem diferir entre os vários países e, especificamente, de empresa para empresa, consoante o enquadramento legal estabelecido (Silva *et al.*, 2006).

Assim, Shleifer e Vishny (1997) distinguem dois tipos de sistemas de governo das sociedades: o Sistema Anglo-saxónico (também usualmente denominado de “*bank-oriented system*”, “*inside system*” ou “*relation-oriented system*”) e o Sistema Continental (geralmente designado de “*market-oriented system*” ou “*outside system*”). O Sistema continental é frequentemente usado na Europa continental e no Japão, enquanto que o Sistema anglo-saxónico é empregue nos países anglo-saxónicos, Estados Unidos da América e no Reino Unido.

Segundo Franks e Mayer (1996), os dois modelos de governo das sociedades não diferem de país para país pela sua utilidade no financiamento das empresas mas sim pela organização da propriedade e controlo da gestão.

No Quadro 1 podemos observar as principais diferenças existentes em cada um dos modelos, dando especial destaque à estrutura de propriedade e respectiva relevância no mercado de ações.

**Quadro 1: Principais Características dos Sistemas de Governo das Sociedades**

	Sistema Anglo-Saxónico	Sistema Continental
<b>Estrutura de Propriedade</b>	Propriedade dispersa; Apenas as instituições de crédito e investimento detêm fatias relevantes do capital (Alves, 2005)	Propriedade concentrada; Acionistas maioritários constituem bancos, empresas e famílias
<b>Mercado de Capitais</b>	Grandes e líquidos (Prigge, 1998); Forte papel da bolsa	Estreitos e ilíquidos (Prigge, 1998); Reduzido papel da bolsa
<b>Conselho de Gestão</b>	<i>One Tier Board</i> : o mesmo órgão realiza as funções executivas e de supervisão Conselho de administração composto por administradores executivos e não executivos em que membros externos avaliam os membros executivos (internos)	<i>Two Tier Board</i> : um órgão para as funções executivas e um órgão de fiscalização e supervisão Conselho de administração composto por administradores internos ou por administradores externos diretamente ligados aos maiores acionistas
<b>Fiscalização dos Acionistas</b>	Pouco relevante	Gestão é controlada pelos acionistas maioritários, que se encarregam das decisões estratégicas mais relevantes
<b>Sistema de Remuneração dos Dirigentes</b>	Natureza variável proveniente da performance bolsista	Remunerações com natureza variável Sistemas de incentivos pouco relevantes

<b>Auditoria Externa e Divulgação Pública de Informação</b>	Elevadas imposições de divulgação de informação devido à presença no mercado de capitais; Auditoria obrigatória e controlada por administradores externos	Presença na bolsa exige divulgação de informação; Processo de auditoria controlado (indiretamente) pelos principais acionistas
<b>Supervisão e Regulação do Mercado de Capitais</b>	Instituições públicas de supervisão e regulação do mercados de capitais	Instituições públicas de supervisão e regulação do mercado de capitais

Fonte: adaptado de Alves (2005)

No modelo anglo-saxónico a estrutura de propriedade é dispersa e os grandes acionistas são investidores institucionais<sup>4</sup> que representam uma fatia significativa das ações da empresa (Alves, 2005; Silva *et al.*, 2006).

O envolvimento dos acionistas no controlo e fiscalização dos gestores é reduzido nestes sistemas, pelo que é necessário proteger os acionistas individuais do poder dos gestores com elevada margem de atuação, nomeadamente através de regulação sobre a divulgação da informação (Prigge, 1998).

No modelo anglo-saxónico existe um único órgão de administração, o Conselho de Administração, composto minoritariamente por administradores executivos, que trabalharam na empresa (“*insiders*”) e maioritariamente por administradores independentes não executivos (“*outsiders*”) cuja função é monitorizar a atividade dos primeiros (Charkham, 1995). Aos administradores independentes compete o controlo e fiscalização da atividade dos administradores executivos assim como a fixação das suas remunerações e decisões de despedimentos.

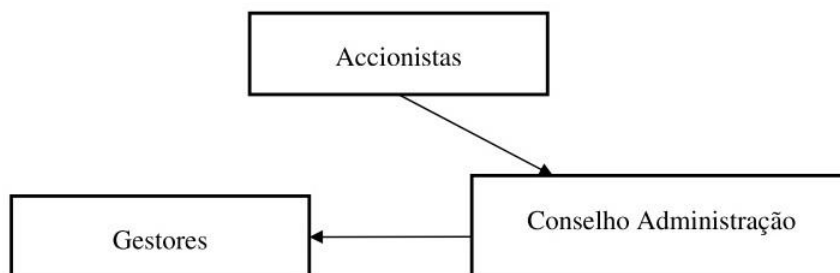
Os salários dos gestores nestes modelos têm uma natureza variável pois dependem do desempenho da empresa, sendo este desempenho medido pelas variações das cotações em bolsa (Chance, 1997; Monks, 2001).

Os elevados requisitos de divulgação de informação, obrigatórios pela presença em bolsa (Dias *et al.*, 2017), os comités de fiscalização dos administradores executivos (Charkham, 1995; Stapledon, 1997) e a obrigatoriedade de auditoria externa são outras características importantes presentes nos modelos anglo-saxónicos.

---

<sup>4</sup> Por “investidores institucionais” refere-se as instituições de crédito e as empresas e instituições de investimentos (singulares e coletivos) tais como fundos de investimento e fundos de pensões (Alves, 2005).

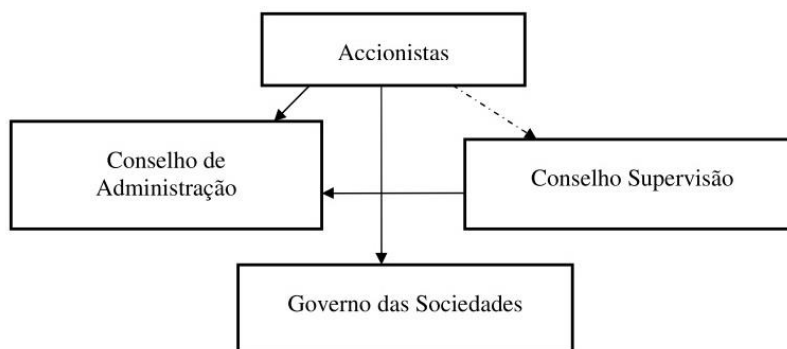
**Figura 1: Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico**



Fonte: Batista (2011)

Por outro lado, no modelo continental, a estrutura de propriedade é bastante concentrada, sendo que a maioria do capital das empresas é geralmente detido por bancos, empresas e, frequentemente, famílias (Prigge, 1998). Os maiores acionistas têm, assim, um elevado poder de controlo da gestão, o que lhes permite tomar a generalidade das decisões estratégicas da empresa e, ocasionalmente, pertencem ao Conselho de Administração. O problema destes modelos surge na ausência de proteção dos acionistas minoritários que, pela sua fraca dimensão, não conseguem influenciar o comportamento da equipa de gestão.

**Figura 2: Estrutura do Modelo Continental**



Fonte: Batista (2011)

Relativamente aos órgãos de administração, no modelo continental pode prevalecer o modelo dualista (dois órgãos de gestão), como no caso da Alemanha, Holanda, Áustria e Suíça, ou o modelo monista (um único órgão de administração), modelo que se observa em Portugal (Silva *et al.*, 2006). Tanto no modelo dualista como monista, ambos os conselhos são formados por administradores internos e externos (Prigge, 1998).

No sistema continental, em oposição ao sistema anglo-saxónico, o envolvimento dos bancos (enquanto entidades credoras) na supervisão da atividade dos gestores é bastante relevante, atuando simultaneamente como acionistas e como credores (Prigge, 1998).

No que diz respeito ao sistema de remunerações neste modelo, apesar de se manter a natureza variável dependente da performance bolsista, esta é menos comum que nos EUA e no Reino Unido (Charkham, 1995).

### **2.3 Limitações dos Sistemas de Governo das Sociedades**

O desenvolvimento dos mercados financeiros obriga à proteção dos investidores por parte de outros investidores, seja através de órgãos de administração como pela ação das autoridades de fiscalização ou tribunais.

De modo a proporcionar eficientemente essa proteção, é importante que existam mecanismos de controlo, mecanismos estes que, como discutido anteriormente, podem ser do tipo anglo-saxónico ou do tipo continental. No entanto, para que estes mecanismos funcionem eficientemente é essencial compreender as principais deficiências que os governos enfrentam, assim como assegurar a realização de reformas legais que visem a maior proteção dos investidores (Alves, 2005). Berle e Means (1932) foram os pioneiros no que diz respeito à comparação e verificação dos diferentes modelos de governo das sociedades, mas os estudos desta temática foram-se multiplicando ao longo dos anos. No entanto, apesar de nenhum estudo ter concluído pela evidente superioridade de um dos modelos, estes revelam-se extremamente úteis na medida em que evidenciam as principais limitações existentes em cada um dos sistemas. Ambos os sistemas apresentam significantes insuficiências e incapacidades no que diz respeito ao combate aos custos de agência, quer a nível teórico como empírico (Alves, 2005).

#### ➤ Incentivos dos Gestores

Os gestores profissionais são os que mais apresentam deficiências ao nível do bom funcionamento do mercado, onde se destaca a ausência de informação no que diz respeito ao método de pagamentos de cada empresa e relativo à sua atividade em cada ano de exercício (Alves, 2005). Segundo Conyon *et al.* (1995) e Monks (2001), os CEO usufruem de um elevado nível de liberdade no que diz respeito à fixação das suas remunerações, fator que justifica o crescimento elevado dos seus salários nos últimos anos (Hall e Liebman,

1998). De referir ainda que os gestores conseguem, na maioria dos casos, fugir da sanção geralmente imposta pelo mecanismo em caso de fraco desempenho, pelo que raramente essas sanções são postas em prática, como é o caso do despedimento (Farrell e Whidbee, 2000).

Agrawal *et al.* (1999) realçam o efeito negligenciável que existe neste meio ao mostrar que mesmo os casos extremos de demonstração de fraude não exigem a substituição dos gestores.

#### ➤ Neutralidade dos Administradores Externos

A performance dos administradores externos à empresa, na qualidade de avaliadores da performance dos administradores internos, é outro mecanismo que também apresenta algumas limitações, nomeadamente no que diz respeito ao ceticismo existente. Assim, os administradores executivos são os grandes responsáveis pela escolha dos gestores não executivos, o que por sua vez limita relativamente o seu poder de ação e fiscalização (Stapledon, 1997). Para este autor, outra limitação geralmente apontada é o facto de os administradores não executivos de uma empresa serem igualmente administradores executivos de outras empresas.

É de realçar ainda o facto de os administradores não executivos nem sempre disporem de tempo ou conhecimento suficiente para compreender toda a informação necessária para o eficaz funcionamento da empresa, o que se manifesta num maior empenho apenas nas funções de fiscalização e avaliação da gestão (Porter, 1992).

Outra barreira muitas vezes apontada é a diferença de recursos e tempo disponível à empresa entre os gestores executivos e os gestores não executivos, o que permite aos primeiros uma maior influência na atuação dos segundos (Stapledon, 1997).

#### ➤ Influência dos Acionistas Dominantes

Interessa aos grandes acionistas influenciar a ação dos gestores de forma a que estes obtenham melhores resultados e conseqüentemente beneficiem aqueles para quem trabalham. Os acionistas maioritários têm um maior poder sobre os gestores que os pequenos acionistas uma vez que é mais acessível persuadir os gestores através da ameaça de exercício dos direitos, quando os direitos de voto estão condensados num pequeno número de investidores do que quando estão dispersos por vários decisores (Alves, 2005). No entanto, esta concentração dos direitos de voto prejudica os pequenos acionistas que

sofrem de uma eventual exploração por parte dos acionistas dominantes, nomeadamente quando estes possuem direitos de voto superiores aos dividendos (Claessens *et al.*, 2002)<sup>5</sup>.

De outro modo, um controlo excessivo por parte dos grandes acionistas pode reprimir o incentivo dos gestores na melhoria do seu desempenho, nomeadamente quando estes se virem impedidos de alcançar maiores remunerações (Burkart *et al.*, 1997).

#### ➤ Auditoria e Divulgação de Informação

A credibilidade da informação auditada no mundo empresarial foi abalada por uma série de escândalos financeiros ocorridos desde 2001 nos mercados mais maduros, escândalos que produziram prejuízos de biliões de dólares para variados segmentos de mercado (Almeida, 2015; Alves, 2005). Assim, casos como o da Enron, Swiss Air, Caso BES (Banco Espírito Santo) ou WorldCom vieram descredibilizar a confiança do público na auditoria, fortalecendo a percepção de que a auditoria não estaria a desempenhar eficientemente a sua função. Até então, a atividade de auditoria assim como a qualidade de atuação dos auditores era já alvo de desconfiança uma vez que se suspeitava que os auditores favoreciam os gestores aos acionistas e acumulavam funções possivelmente incompatíveis (Richardson e Waegelien, 2002). No entanto, quando as empresas atuam em variados setores de atividade, os acionistas são menos beneficiados com a atividade dos auditores, embora a evidência empírica revele um impato positivo nesta análise.

## 2.4 Mecanismos de Governo das Sociedades

O *Corporate Governance* obriga à existência de mecanismos que contribuam para um perfeito alinhamento de interesses entre acionistas e gestores, assim como uma eficiente afetação e utilização de recursos (Gomes, 2010).

### **Estrutura de Propriedade**

Por Estrutura de Propriedade entende-se a “*distribuição das ações representativas do capital de uma empresa*” (Rodrigues, 2009). Assim, esta estrutura deve definir a fração de capital a ser

---

<sup>5</sup> Claessens *et al.* (2002) fazem a distinção entre direitos de voto e direitos de cash-flow e mostra que o desempenho da empresa diminui quando os direitos de voto dos maiores acionistas excedem os direitos de cash-flow.

usada no mercado financeiro e a fração de capital destinada aos acionistas de referência, que usufruirão dessa porção de capital investido através dos dividendos da empresa (LaPorta *et al.*, 1998; Morck *et al.*, 1988; Zingales, 1994).

Numa estrutura de propriedade podem existir acionistas internos à empresa - entre os quais os administradores e gestores da respectiva empresa -, e acionistas externos à empresa - indivíduos que não têm qualquer ligação com a instituição, como os investidores institucionais e outras empresas. (Rodrigues, 2009).

Ogden *et al.* (2003) faz a distinção entre propriedade dispersa e propriedade concentrada, mostrando que a propriedade é dispersa quando o capital é detido por um grande número de acionistas, com fracos direitos de voto e, por outro lado, concentrada quando a fração de capital é detida por um reduzido número de acionistas com significantes direitos de voto.

### **Estrutura de Capital**

Ogden *et al.* (2003) definem a estrutura de capital como a distribuição do capital permanente da empresa entre capital próprio - conjunto de meios financeiros aplicados pelos acionistas e remunerados através de dividendos - e capital alheio, isto é, capital de terceiros de médio e longo prazo (Ross *et al.*, 1999).

A estrutura de capital influencia as políticas de financiamento que diferem entre cada empresa e setor de atividade (Brealey *et al.*, 2012; Ross *et al.*, 1999). O custo médio ponderado do capital diz respeito ao custo de financiamento da empresa (Brealey *et al.*, 2012; Ross *et al.*, 1999) e são implementadas, frequentemente, políticas de redução do seu valor de modo a aumentar a rentabilidade do capital da empresa. O resgate das próprias ações representa, de entre as várias políticas impostas, a que produz resultados mais relevantes (Vermaelen, 1981).

Modigliani e Miller (1958) defendem que a estrutura de capital não influencia o valor da empresa uma vez que as alterações de capital são facilmente esperadas pelos acionistas, que respondem com alterações da taxa de retorno esperada e, conseqüentemente, variações no custo do capital.

### **Conselho de Administração**

O Conselho de Administração é composto por administradores internos e externos, elegidos pela Assembleia Geral de acionistas por um determinado período de tempo que,

contra uma remuneração, ficam responsáveis pela supervisão e fiscalização da empresa assim como pelo recrutamento e despedimento de cada trabalhador e possíveis recompensas ou sanções (Borges, 2003).

Os administradores internos são trabalhadores da empresa enquanto que os administradores externos não têm uma ligação direta à empresa, podendo ser afiliados e independentes (Byrd e Hickman, 1992). Os afiliados não dedicam um tempo integral à empresa mas são recrutados de organizações ligadas à mesma como escritórios de advogados que lhes prestam serviços, empresas de auditoria, bancos de investimento, empresas fornecedoras (Rodrigues, 2009). Por outro lado, os administradores externos independentes não tem qualquer ligação à empresa (Byrd e Hickman, 1992).

A influência do Conselho de Administração no desempenho da empresa pode ser medido pela sua dimensão, pelo género ou idade dos seus membros, pelas suas qualificações ou, mais frequentemente, pela relação dos seus membros com a empresa (internos, externos afiliados ou externos independentes).

No seu estudo Chiang e Chia (2005) mostram que um número reduzido de administradores no conselho se traduz numa significativa eficiência da empresa, enquanto que um elevado número de administradores, pela dificuldade de obtenção de consensos e reduzido conhecimento da atividade empresarial, expressa uma redução do desempenho da empresa. Lang e Stulz (1994) concluíram que os administradores internos têm vantagens sobre os administradores externos uma vez que têm um maior conhecimento da atividade da empresa o que resulta numa melhoria na tomada de decisão por parte destes membros, sustentando uma melhoria da eficiência do Conselho. Por outro lado, Baysinger e Butler (1985) acreditam que é igualmente vantajoso ter administradores externos no quadro de diretores uma vez que estes transportam consigo uma elevada variedade de conhecimentos e experiência.

Jensen e Meckling (1976), por sua vez, afirmam que quando aumenta a percentagem de capital detida pelos diretores da empresa, aumenta também o seu desempenho, uma vez que sendo, simultaneamente, diretores e acionistas, estes terão menos incentivos a desviar os recursos da maximização do lucro da sociedade. No entanto, existem estudos que contradizem esta teoria, afirmando que, mesmo em situações de baixa percentagem de capital detida, os diretores gerem a empresa de acordo com a maximização do lucro, forçados pelos seus valores e disciplina.

## **Auditoria**

Outro mecanismo fundamental do *Corporate Governance* diz respeito à presença de um comité de auditoria, uma vez que este atenua a informação assimétrica vivida entre os diretores executivos e utilizadores externos à empresa e é a eficácia do seu trabalho que atribui credibilidade à informação financeira publicada pelas empresas (Rodrigues, 2009).

No relatório de *Cadbury*, é aconselhado às empresas a nomeação de comités de auditoria que sejam compostos, maioritariamente, por diretores não executivos independentes (Boyd, 1996).

Em Portugal, as empresas que seguem a lei portuguesa podem optar por um comité de auditoria, pertencente ao conselho de administração, ou por um conselho fiscal alheio à empresa, composto entre uma até três pessoas, eleitas na Assembleia Geral de acionistas.

As principais funções deste órgão são o de averiguar a qualidade das informações financeiras disponibilizadas pelos administradores e garantir que os gestores atuam de acordo com os interesses dos acionistas (Rodrigues, 2009).

### 3. Metodologia

Conforme já foi referido, o objetivo principal deste trabalho debate-se com a análise da relação entre os mecanismos de governo das sociedades e o desempenho da empresa.

Para isso, foram recolhidos dados de empresas portuguesas do ramo mobiliário de forma a observar qual o impacto dos mecanismos de governo das sociedades geralmente praticados no desempenho da empresa.

Assim, através de um modelo econométrico em que a variável dependente representa o desempenho da empresa (*performance*) e as variáveis independentes os mecanismos de *Corporate Governance* (estrutura de propriedade, estrutura de capital, conselho de administração, eficiência dos auditores, entre outros), foram efetuados testes de hipóteses – teste de significância individual para cada variável - de forma a verificar se cada uma das variáveis são significativas no desempenho da empresa e, em caso afirmativo, qual o seu impacto na mesma.

#### 3.1 Amostra

Para o presente estudo foram consideradas as 20 maiores empresas do ramo mobiliário com atividade em Portugal, segundo o volume de negócios anual, com base na plataforma SABI<sup>6</sup>, entre o período de 2008 a 2016.

Esta seleção permitiu alcançar um subconjunto de empresas com características semelhantes: pequenas e médias empresas, com relevante envolvimento no setor mobiliário e com um significativo nível de negócios e número de empregados.

Os dados históricos contabilísticos referentes às empresas da amostra foram retirados das demonstrações financeiras (Balanços e Demonstrações de Resultados), auditadas a 31 de Dezembro de cada ano. Em contacto com as respetivas empresas e com o auxílio da Associação Empresarial de Paços de Ferreira, foi possível recolher determinados dados em falta, nomeadamente algumas participações acionistas.

O mercado mobiliário é um setor de negócio competitivo e heterogéneo, dominado por pequenas e médias empresas, maioritariamente estruturas familiares, com mão-de-obra insuficientemente qualificada e com notáveis níveis de produtividade (Figueiredo, 2000).

---

<sup>6</sup> Plataforma de Base de Dados Estatísticos, disponibilizada pela Faculdade de Economia da Universidade do Porto; mais informações em [www.sabi.bdvep.com](http://www.sabi.bdvep.com)

Este setor desenvolve os seus produtos especificamente para certas situações ou nichos de mercado (Trends, 2009). A estrutura de gestão familiar, predominante em grande parte das empresas deste ramo, dificulta a contratação de indivíduos qualificados para os quadros de gestão (Trends, 2009), o que condiciona o desempenho da empresa. Assim, os indivíduos não têm conhecimento estratégico suficiente e não dedicam um tempo integral à gestão da empresa.

O consumo nacional de produtos de mobiliário atingiu o seu pico nos anos 90, devido, maioritariamente, ao crescimento do setor da construção civil. Contudo, o consumo destes bens caiu drasticamente com a crise financeira vivida em 2007, acompanhada da falência de grande parte das empresas de construção civil, sendo necessário dirigir a procura para o mercado externo de forma a obter preços mais satisfatórios (Matos, 2012). Assim, apesar das dificuldades sentidas desde 2007, Portugal tem vindo a melhorar a sua posição no mercado, contabilizando, em 2016, um volume de exportações de cerca de 582 milhões de euros, contra 256 milhões de euros de importações (Portuguesa, 2017).

Nos últimos anos, as empresas portuguesas de mobiliário têm apresentado significantes alterações no que toca à inovação, nomeadamente no que diz respeito a equipamentos, produtos e materiais, na contratação de designers mais qualificados e criativos (Trends, 2009), na abertura a segmentos mais diversificados e no aumento da qualidade e exigência dos seus produtos.

Apesar de se encontrar numa posição secundária na produção mundial de móveis, atrás de países como Itália, França ou Alemanha, esta posição poderá vir a alterar-se nos próximos anos uma vez que o mobiliário português apresenta vantagens na mão de obra qualificada e na sua localização estratégica – possibilidade de exportar para Espanha, Inglaterra ou para pequenos nichos dos EUA. Para tal, é ainda necessário uma melhoria dos processos de gestão, acompanhada por uma abertura à inovação, quer nos produtos fabricados, como nas estruturas empresariais e estratégias comerciais (Trends, 2009).

No quadro 2 estão listadas as 20 maiores empresas do ramo mobiliário e respetivas localizações, anos de constituição das empresas e os seus proveitos operacionais no ano de 2016.

**Quadro 2: Lista das 20 maiores empresas do ramo mobiliário no ano de 2016**

	Nome da Empresa	Concelho	Ano de Constituição	Proveitos Operacionais 2016 (em Euros)
1	IKEA Industry Portugal, Lda	Penamaior	2006	182 247 278
2	Aquinos, S.A.	Paul	1986	74 833 914
3	J. J. Louro Pereira, S.A.	Amiais de Cima	1980	41 615 095
4	Novaqui – Equipamentos e Mobiliário de conforto, S.A.	Paul	1969	40 076 397
5	Haworth Portugal – Mobiliário de Escritório, S.A.	Queluz de Cima	1966	26 738 666
6	VVV – Soluções para Hotelaria, S.A.	Gandra	2013	16 948 052
7	Movecho. S.A.	Nelas	1988	14 785 771
8	Iberoperfil – Perfis Postformados, S.A.	Vilarinho	1991	14 546 786
9	Jocilma – Indústria de Móveis, S.A.	Lordelo	1992	14 459 993
10	Temahome, S.A.	Santarém	2006	12 649 914
11	Famo – Indústria de mobiliário de Escritório, Lda	Lousada	1973	11 977 351
12	Eurotábua, S.A.	Paul	1994	11 963 270
13	Triva Group, Lda	Maia	2010	10 956 972
14	Época Gold – Mobiliário Internacional, S.A.	Seroa	2004	10 563 536
15	J. Moreira da Silva & Filhos, S.A.	Rebordosa	1964	10 489 590
16	Metalúrgica do Levira, S.A.	Sudas	1971	10 029 825
17	Conforteam – Fabrico e Comércio de Mobiliário, Lda	Zona Industrial de Padrões	2000	9 646 964
18	Cácio – Indústria de Mobiliário, S.A.	Vandoma	2001	9 944 108
19	Carpintaria S. José De António Machado & Filhos, S.A.	Lordelo	1989	8 646 463
20	MOB – Indústria de Mobiliário, S.A.	Viseu	1988	6 872 461

Fonte: Elaboração própria

### 3.2 Modelo e Hipóteses

A base de dados é composta por um painel não balanceado, que considera uma dimensão seccional, representado pelo número de empresas da amostra, e uma dimensão temporal, correspondente ao período de 9 anos. O modelo de dados em painel é preferível ao modelo simples de regressão linear uma vez que admite um maior número de

observações e reduz o risco de multicolinearidade<sup>7</sup> uma vez que os dados referentes a cada indivíduo apresentam estruturas diferentes (Almeida *et al.*, 2013).

São várias as medidas tradicionalmente usadas para calcular a *performance* da empresa: Retorno sobre o Ativo (ROA) (Barber e Lyon, 1996; Bhagat e Bolton, 2008; Brown e Caylor, 2004; Lan e Li, 2007), Retorno sobre o Património (ROE), Q de Tobin (Bhagat e Bolton, 2008; Claessens *et al.*, 2002; Klapper e Love, 2004; Lisboa e Paulo Esperança, 2010), EVA (Economid Value Added) (Rodrigues, 2009), taxa de crescimento do volume de negócios (Batista, 2011), entre muitos outros. Neste estudo, será usada como variável de *performance* o rácio ROA, variável retirada das demonstrações financeiras anuais das empresas pertencentes à amostra - resultado do quociente entre o resultado líquido do ativo e o total do ativo -, medida que determina a capacidade de a empresa conseguir obter lucro, e a taxa de crescimento das vendas das empresas em análise.

Relativamente às variáveis independentes, como medida da estrutura de capital será usado o rácio de solvabilidade que resulta do quociente entre o Capital Próprio e o Passivo. Este rácio traduz a capacidade da empresa pagar os seus compromissos e, tudo o resto constante, quanto maior for o seu valor, maior a estabilidade financeira da empresa. Short e Keasey (1999) e Cui e Mak (2002) concluem nos seus estudos que o impacto da estrutura de propriedade no desempenho da empresa varia de empresa para empresa, dependente do nível de propriedade de cada uma. Assim, temos:

**H1:** A Estrutura de Capital está relacionada com o desempenho da empresa.

Para medir a influência da estrutura de propriedade no desempenho da empresa será usada como variável a dimensão do quadro de acionistas, para perceber se a propriedade é detida por poucos acionistas (propriedade concentrada) ou se, por outro lado, a fatia de capital é detida por uma elevada quantidade de acionistas (propriedade dispersa). Assim, temos:

**H2:** A Estrutura de Propriedade está relacionada com o desempenho da empresa.

Relativamente ao Conselho de Administração, serão usadas como variáveis a dimensão do Quadro de Diretores, assim como a independência deste mesmo quadro. Não existe ainda um elevado consenso relativo à existência de uma relação linear entre a

---

<sup>7</sup> Por “multicolinearidade” diz-se a correlação entre três ou mais variáveis independentes numa regressão linear (Miloca e Conejo, 2013). A multicolinearidade afecta as estimativas dos coeficientes de regressão assim como a aplicabilidade do modelo avaliado (Hair *et al.*, 2005).

dimensão do Conselho de Administração e o desempenho da empresa. Assim, Bhagat e Bolton (2008) e Rosenstein e Wyatt (1990) consideram que o tamanho do Conselho de Administração desempenha um papel de relevância na *performance* da empresa. Também Beiner *et al.* (2006) concluíram no seu estudo, relativo a empresas suíças cotadas em bolsa, que a dimensão do Conselho de Administradores tem um impacto positivo no desempenho da empresa. Por outro lado, Correia e Amaral (2009) concluem que nem sempre a dimensão do CA desempenha uma influência positiva na *performance* da empresa uma vez que quando esta dimensão é elevada pode gerar conflitos de coordenação e comunicação. Assim, temos:

**H3a:** A dimensão do Quadro de Diretores está relacionada com o desempenho da empresa.

O nível de independência do Quadro de Diretores neste estudo é medida pelo rácio entre o número de membros independentes sobre a dimensão total do Quadro de Diretores. Segundo recomendações da CMVM, sabemos que o Quadro de Diretores deve ser composto por uma percentagem de diretores independentes não inferior a 25% mas não superior a 99% (Batista, 2017). Segundo Almeida *et al.* (2013), o nível de independência do CA tem efeitos benéficos para a *performance* da empresa. Por outro lado, segundo Essen *et al.* (2013), a relação existente entre o nível de independência do Conselho de Administração e o desempenho da empresa é negativo, nomeadamente em períodos de crise. Assim, temos:

**H3b:** O nível de independência do Quadro de Diretores está relacionada com o desempenho da empresa.

É, ainda de extrema importância perceber de que forma a dualidade do CEO interfere na *performance* da empresa. Como tal, de forma a verificar esta dualidade usamos uma *dummy* que assume o valor 1 se o CEO é igualmente presidente do Conselho de Administração e 0 caso contrário. Esta variável é bastante comum nos estudos que analisam o impacto dos mecanismos de *Corporate Governance*, nomeadamente nas análises de Rechner e Dalton (1991), Boyd (1995), Baliga *et al.* (1996), Essen *et al.* (2013) e Almeida *et al.* (2013). Para Essen *et al.* (2013), a divisão entre o CEO e o presidente do Conselho de Administração é prejudicial para a *performance* da empresa, nomeadamente em períodos de crise. Por outro lado, segundo Almeida *et al.* (2013) a dualidade do CEO é comprovadamente benéfica para o desempenho da empresa. Assim, temos:

**H4:** A dualidade do CEO está relacionada com o desempenho da empresa.

Ao modelo em análise serão ainda acrescentadas 8 variáveis *dummy* relativas a cada ano de forma a desviar das variáveis centrais possíveis impactos da conjuntura económica, assim como uma variável indicativa da idade da empresa e o número de empregados no final de cada exercício.

Assim, serão usados os seguintes modelos:

Modelo 1:

$$\ln(VENDAS)_{it} = \beta_0 + \beta_1 SOLV_{it} + \beta_2 ACION_{it} + \beta_3 NDIRET_{it} + \beta_4 INDEP + \beta_5 DCEO + \beta_6 NEMP_{it} + \beta_7 ID_{it} + \beta_8 D1_{it} + \beta_9 D2_{it} + \beta_{10} D3_{it} + \beta_{11} D4_{it} + \beta_{12} D5_{it} + \beta_{13} D6_{it} + \beta_{14} D7_{it} + \beta_{15} D8_{it} + \beta_{16} D9_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

Modelo 2:

$$ROA = \beta_0 + \beta_1 SOLV_{it} + \beta_2 ACION_{it} + \beta_3 NDIRET_{it} + \beta_4 INDEP + \beta_5 DCEO + \beta_6 NEMP_{it} + \beta_7 ID_{it} + \beta_8 D1_{it} + \beta_9 D2_{it} + \beta_{10} D3_{it} + \beta_{11} D4_{it} + \beta_{12} D5_{it} + \beta_{13} D6_{it} + \beta_{14} D7_{it} + \beta_{15} D8_{it} + \beta_{16} D9_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

Com:  $i=1, \dots, N$  empresas;  $t=1, \dots, T$  períodos de tempo

$N \times T = N^\circ$  total de observações

Onde VENDAS e ROA são as variáveis dependentes que medem o crescimento das vendas na empresa  $i$  durante o ano  $t$ , e o retorno sobre o ativo para os acionistas da empresa  $i$  no ano  $t$ , respectivamente. A variável SOLV mede o rácio de solvabilidade das empresas em cada período estudado, ACION representa o número de acionistas que a empresa  $i$  possui no ano  $t$ , a NDIR representa o tamanho do Conselho de Administração, INDEP mede a percentagem de diretores independentes no total de diretores pertencentes ao Conselho de Administração, DCEO representa a dualidade do CEO, NEMP reflete o número de empregados e ID a idade da empresa em cada período de tempo estudado. As variáveis D1, D2, D3, D4, D5, D6, D7, D8, D9 traduzem a conjuntura económica vivida no período de tempo  $t$ .

Os coeficientes  $\beta$ 's são os parâmetros a ser estimados e o seu valor e sinal indicam-nos a influência de cada variável explicativa na variável dependente do modelo. O termo  $\mu_{it}$  é o termo de erro aleatório.

No Quadro 3 é apresentada uma síntese de todas as variáveis explicativas usadas no presente estudo e respectivas medições.

**Quadro 3: Síntese de todas as variáveis usadas no presente estudo e respectivas medições**

Variáveis	Definição	Medida
<b>Variáveis Dependentes</b>		
VENDAS	Vendas	Volume de Negócios anuais
ROA	Retorno sobre o Ativo	Resultado Líquido do Ativo / Ativo, (Bhagat e Bolton, 2008; Brown e Caylor, 2004; Lan e Li, 2007)
<b>Variáveis Independentes</b>		
SOLV ACION	Solvabilidade Propriedade dos Acionistas	Total Capital Próprio / Passivo Número de Acionistas da empresa, (Cui e Mak, 2002; Short e Keasey, 1999)
NDIRET	Dimensão do Quadro de Diretores	Número de membros do Quadro de diretores, (Pfeffer, 1972; Yermack, 1996)
DCEO INDEP	Dualidade do CEO Independência do Quadro de Diretores	“1” se for presidente, “0” caso contrário % de diretores independentes no total de membros do Quadro de diretores, (Hermanlin e Weisbach, 1991)
NEMP	Número de Empregados	Número de Empregados da Empresa
AUDIT	Comité de Auditoria	“1” se existe um órgão de auditoria, “0” caso contrário
ID	Idade da Empresa	Idade da Empresa
D1		“1” se for o ano 2008, “0” caso contrário
D2		“1” se for o ano 2009, “0” caso contrário
D3		“1” se for o ano 2010, “0” caso contrário
D4		“1” se for o ano 2011, “0” caso contrário
D5		“1” se for o ano 2012, “0” caso contrário
D6		“1” se for o ano 2013, “0” caso contrário
D7		“1” se for o ano 2014, “0” caso contrário
D8		“1” se for o ano 2015, “0” caso contrário

Fonte: elaboração própria

Inicialmente serão testados os dois modelos com recurso à estimativa POLS onde se assume que nenhum efeito não observado das empresas está presente. Nesta estimativa, supõe-se que o erro aleatório não está correlacionado entre si assim como entre as variáveis explicativas. No entanto, de forma a prevenir qualquer heterogeneidade presente na regressão, serão ainda estimados os dois modelos acima descritos com recurso ao modelo de Efeitos Fixos (FE) e modelo de Efeitos Aleatórios (RE).

## 4. Resultados da investigação: análise e discussão

Quadro 4: Estatísticas descritivas

	ACION	DCEO	ID	NDIRET	NEMP	VENDAS	SOLV	ROA	INDEP
Mean	2.567251	0.263158	23.43275	3.771930	250.3216	18751444	0.995747	3.006199	0.587914
Median	2.000000	0.000000	22.00000	3.000000	129.0000	9772212.	0.547577	2.190000	0.600000
Maximum	8.000000	1.000000	52.00000	8.000000	1452.000	1.81E+08	6.114113	24.96000	1.000000
Minimum	1.000000	0.000000	0.000000	1.000000	1.000000	200403.0	0.021717	-27.67000	0.000000
Std. Dev.	1.612409	0.441641	14.33588	1.690989	324.4699	28357238	1.019810	7.122285	0.372408
Skewness	1.423739	1.075706	0.255791	0.909754	2.324921	3.905743	2.113994	-0.345200	-0.314977
Kurtosis	4.543713	2.157143	1.967169	3.458412	7.574784	19.71682	8.395225	5.870526	1.672274
Jarque-Bera Probability	74.74967 0.000000	38.04023 0.000000	9.465244 0.008803	25.08537 0.000004	303.1665 0.000000	2425.859 0.000000	334.7633 0.000000	62.10557 0.000000	15.38786 0.000456
Sum	439.0000	45.00000	4007.000	645.0000	42805.00	3.21E+09	170.2728	514.0600	100.5333
Sum Sq. Dev.	441.9766	33.15789	34937.98	486.1053	17897725	1.37E+17	176.8021	8623.579	23.57697
Observations	171	171	171	171	171	171	171	171	171

Fonte: Elaboração Própria, com recurso ao software “Eviews”

De forma a testar as hipóteses propostas, foram estimados os modelos apresentados com recurso ao *software* econométrico *Eviews*<sup>8</sup>. O Quadro 4 apresenta as principais características do conjunto de dados utilizados neste estudo, nomeadamente o número de observações, média, mediana, desvio padrão, valor mínimo e valor máximo das variáveis dependentes e independentes incluídas no modelo. A variável ROA apresenta uma média de 3,006% com um desvio padrão de 7,12%. Os seus valores variam entre -27,67% e 24,96%. Relativamente às vendas, o seu valor mínimo é de cerca de 200403€, enquanto que o valor máximo se encontra a 181687577€. A média das vendas de todas as empresas da amostra encontra-se em 18751444€ e o desvio padrão é de 28357238€.

Por outro lado, a percentagem média de diretores independentes na amostra é de 58,79% com um valor máximo de 100%. O Conselho de Administração é geralmente composto por 3 a 4 diretores, sendo que o menor Conselho tem 1 diretor e o maior Conselho de Administração das empresas da amostra abrange 8 diretores. O Quadro de Acionistas varia entre 1 a 8 acionistas, com uma média de 2,56, pelo que podemos concluir que as empresas da amostra, na sua maioria, apresentam uma propriedade bastante concentrada.

O rácio de solvabilidade apresenta uma média de 0.996, variando os seus valores entre 0,02 e 6,11. Assim, podemos desde já concluir que a estrutura de capital das empresas em análise revelam uma fraca estabilidade financeira uma vez que as empresas apresentam uma fraca capacidade de pagar os seus compromissos.

<sup>8</sup> [www.eviews.com](http://www.eviews.com)

No Quadro 5 é apresentada a matriz de correlações e covariâncias entre as variáveis dependentes e independentes. Deste quadro podemos observar que não existe uma relação significativa entre as várias variáveis explicativas, uma vez que o coeficiente máximo de correlação existente é de 0.90, relativo à relação entre o número de empregados e as vendas da respectiva empresa. Excluimos, então, a hipótese de existir multicolinearidade.

#### Quadro 5: Matriz de correlações e covariâncias entre as variáveis dependentes e independentes

Covariance Analysis: Ordinary  
Date: 09/08/18 Time: 20:02  
Sample: 2008 2016  
Included observations: 171  
Balanced sample (listwise missing value deletion)

Covariance Correlation	ACION	DCEO	ID	NDIRET	NEMP	VENDAS	SOLV	ROA	INDEP
ACION	2.584659 1.000000								
DCEO	-0.102493 -0.144776	0.193906 1.000000							
ID	2.467973 0.107396	2.622961 0.416721	204.3157 1.000000						
NDIRET	-0.215656 -0.079560	-0.150508 -0.202720	-7.258028 -0.301162	2.842721 1.000000					
NEMP	-18.91344 -0.036364	49.55279 0.347834	81.14151 0.017547	-81.19565 -0.148855	104665.1 1.000000				
VENDAS	-3109137. -0.068399	2299349. 0.184680	-24006397 -0.059400	-4310677. -0.090425	8.27E+09 0.903978	7.99E+14 1.000000			
SOLV	-0.139436 -0.085296	-0.031240 -0.069771	7.216395 0.496505	-0.192629 -0.112360	-2.371822 -0.007210	309380.1 0.010761	1.033931 1.000000		
ROA	2.516542 0.220423	-0.415725 -0.132943	14.36042 0.141472	-1.826130 -0.152517	-147.9468 -0.064396	-9073011. -0.045187	1.537541 0.212929	50.43029 1.000000	
INDEP	-0.383105 -0.641757	-0.005591 -0.034197	0.518193 0.097633	0.174242 0.278316	20.16222 0.167838	2296113. 0.218704	0.095004 0.251623	-0.704236 -0.267071	0.137877 1.000000

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

### 4.1. Método POLS

Inicialmente foram estimadas, pelo método POLS (*Pooled Ordinary Least Squares*), as duas regressões apresentadas, em que os mecanismos de *Corporate Governance* estão diretamente relacionados com a *performance* da empresa, medida pelo crescimento das Vendas na primeira regressão, e pelo Retorno sobre o Ativo na segunda. Pretende-se, desta forma, perceber quais os efeitos dos mecanismos de Governo das Sociedades no desempenho da empresa.

Os resultados desta estimação são apresentados nos quadros 6 e 7.

**Quadro 6: Estimação do modelo por OLS (variável dependente Vendas)**

Dependent Variable: LOG(VENDAS)  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/12/18 Time: 22:21  
 Sample: 2008 2016  
 Periods included: 9  
 Cross-sections included: 20  
 Total panel (unbalanced) observations: 171

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.93649	0.200872	74.35834	0.0000
SOLV	0.042054	0.047364	0.887890	0.3760
ACION	0.092101	0.037067	2.484689	0.0140
NDIRET	0.016040	0.026346	0.608832	0.5435
INDEP	0.782907	0.169282	4.624859	0.0000
DCEO	0.493493	0.125267	3.939542	0.0001
NEMP	0.002054	0.000143	14.40374	0.0000
ID	0.004144	0.004319	0.959510	0.3388
D1	-0.395478	0.161244	-2.452661	0.0153
D2	-0.411700	0.160704	-2.561847	0.0114
D3	-0.490663	0.157817	-3.109069	0.0022
D4	-0.414405	0.159163	-2.603655	0.0101
D5	-0.347082	0.158747	-2.186390	0.0303
D6	-0.218405	0.155009	-1.408983	0.1608
D7	-0.181420	0.154637	-1.173204	0.2425
D8	-0.056487	0.153965	-0.366883	0.7142
R-squared	0.780685	Mean dependent var	16.20368	
Adjusted R-squared	0.759461	S.D. dependent var	0.991350	
S.E. of regression	0.486205	Akaike info criterion	1.484525	
Sum squared resid	36.64132	Schwarz criterion	1.778481	
Log likelihood	-110.9269	Hannan-Quinn criter.	1.603800	
F-statistic	36.78307	Durbin-Watson stat	0.458222	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

**Quadro 7: Estimação do modelo por OLS (variável dependente ROA)**

Dependent Variable: ROA  
 Method: Panel Least Squares  
 Date: 09/08/18 Time: 20:04  
 Sample: 2008 2016  
 Periods included: 9  
 Cross-sections included: 20  
 Total panel (unbalanced) observations: 171

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.207747	2.659827	3.085819	0.0024
SOLV	1.265805	0.627162	2.018306	0.0453
ACION	-0.348443	0.490826	-0.709911	0.4788
NDIRET	-0.058520	0.348860	-0.167747	0.8670
INDEP	-7.535942	2.241539	-3.361949	0.0010
DCEO	-3.933068	1.658709	-2.371163	0.0190
NEMP	0.001540	0.001888	0.815518	0.4160
ID	0.090288	0.057188	1.578810	0.1164
D1	-1.001119	2.135105	-0.468885	0.6398
D2	-3.580789	2.127951	-1.682740	0.0944
D3	-2.312663	2.089718	-1.106687	0.2701
D4	-4.537246	2.107540	-2.152863	0.0329
D5	-4.999458	2.102029	-2.378396	0.0186
D6	-3.195128	2.052540	-1.556670	0.1216
D7	-2.771307	2.047611	-1.353435	0.1779
D8	0.501261	2.038720	0.245870	0.8061
R-squared	0.255006	Mean dependent var		3.006199
Adjusted R-squared	0.182910	S.D. dependent var		7.122285
S.E. of regression	6.438049	Akaike info criterion		6.651224
Sum squared resid	6424.514	Schwarz criterion		6.945181
Log likelihood	-552.6797	Hannan-Quinn criter.		6.770500
F-statistic	3.537025	Durbin-Watson stat		0.739129
Prob(F-statistic)	0.000031			

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

Quando utilizada a variável Vendas como variável dependente (Quadro 6), podemos concluir que as *dummies* temporais apresentam uma influência negativa em relação ao desempenho da empresa. Isto significa que a conjuntura económica vivida entre o período de 2008 a 2016 prejudicou relativamente o crescimento das vendas das empresas presentes no estudo. Por outro lado, a % de diretores independentes e a dualidade do CEO são as variáveis que revelam um maior impacto positivo na variável explicativa. Assim, uma maior percentagem de diretores independentes no CA faz aumentar o crescimento das vendas em 78,2 pontos percentuais. Por outro lado, o coeficiente da variável DCEO mostra-nos que, tudo o resto constante, a não separação das funções de CEO e de

presidente do CA faz aumentar o crescimento das vendas em mais 49 pontos percentuais do que um sistema em que as duas funções sejam ocupadas por indivíduos distintos. A variável ACION é positiva e significativa, no entanto o seu valor é relativamente baixo (0.092). Deste modo, uma variação de 1 acionista adicional, tudo o resto constante, faz aumentar o crescimento das vendas em 9.21 pontos percentuais. Assim, quanto mais dispersa for a propriedade, isto é, quanto maior a dimensão do quadro de acionistas, maior será o crescimento das vendas. No que diz respeito às variáveis SOLV e NDIRET, estas não são significativas<sup>9</sup> no modelo estimado, pelo que nada podemos concluir. São, então, aceites as hipóteses H2, H3b e H4. O modelo apresenta um  $R^2$  de 0.78. Este valor mostra-nos qual a % de variação da variável dependente que é explicada pelo modelo pelo que concluímos que a estimação usada é adequada. A estimação apresentada no Quadro 6 apresenta uma estatística F de 36,7837 > 0 pelo que se rejeita a hipótese de que as todas as variáveis apresentadas não são significativas no modelo (teste de significância global).

Relativamente às hipóteses testadas, no quadro 7, as variáveis ACION e NDIRET não são significativas pelo que se rejeita as hipóteses H2 e H3a. No entanto, é interessante observar o sinal negativo apresentado, o que nos faria acreditar que quando observada a variável dependente ROA, estes dois mecanismos de CG estariam negativamente relacionados com o desempenho da empresa, exatamente o oposto do observado com a variável dependente Vendas. Relativamente à hipótese H1, os resultados do teste apresentado vão de encontro à hipótese testada uma vez que a variável SOLV apresenta uma influência positiva no crescimento das vendas (1,2658). Assim, quanto maior o rácio de solvabilidade das empresas, maior a sua capacidade de ver aumentado o Retorno dos seus Ativos. No que diz respeito às hipóteses H3b e H4, estas são rejeitadas pois os resultados comprovam uma influência negativa destas variáveis no retorno sobre o ativo. Assim, o aumento do número de diretores independentes assim como a não separação entre o CEO e o presidente do Conselho de Administração têm efeitos prejudiciais no Retorno sobre o Ativo. Contudo, este modelo apresenta um  $R^2$  relativamente baixo o que nos prova que a estimação usada não é a mais adequada para avaliar a relação existente entre os mecanismos de *Corporate Governance* e o Retorno sobre o Ativo das empresas analisadas.

O método de estimação por *Pooled OLS* (POLS) apresenta algumas desvantagens, nomeadamente ao camuflar uma possível heterogeneidade existente entre as várias

---

<sup>9</sup> Para um nível de significância de 5%.

variáveis explicativas, uma vez que as variáveis vão evoluindo cronologicamente. Desta forma, na presença de heterogeneidade, os coeficientes revelam-se inconsistentes.

De forma a evitar potenciais inferências inválidas resultantes de possíveis relações endógenas entre os vários mecanismos de *Corporate Governance* bem como entre os mecanismos de *Corporate Governance* e o Retorno sobre o Ativo ou as Vendas, foram, ainda, estimados os mesmos modelos pelo método de Efeitos Fixos e pelo Método de Efeitos Aleatórios.

## 4.2. Método Efeitos Fixos

Nos modelos estimados por efeitos fixos é assumido que o efeito individual de cada variável não está correlacionado com as restantes variáveis e que não existe exogeneidade entre os erros aleatórios e as variáveis para um determinado indivíduo num determinado período de tempo.

Nos Quadros 8 e 9 são apresentados os resultados dos testes efetuados pelo método de efeitos fixos, quer para a variável dependente Vendas como para o Retorno sobre o Ativo.

É importante salientar a omissão da variável DCEO nos modelos estimados por Efeitos Fixos devido a colinearidade exata, isto é, não existe variação nesta variável para cada empresa ao longo dos anos pelo que não se pode retirar alguma conclusão significativa da sua influência no desempenho das empresas.

Quando observado o quadro 8, relativo à equação (1), constatamos que os resultados diferem significativamente dos resultados do modelo testado pelo método dos mínimos quadrados (POLS). Assim, observamos que o rácio de solvabilidade da empresa e a dimensão do quadro de acionistas, em oposição a todas as restantes variáveis, influenciam negativamente o crescimento das vendas. No entanto, estas variáveis assim como a % de diretores independentes no conselho de administração não são significativas no modelo estimado pelo que nada podemos concluir. Relativamente à variável NDIR, ao contrário do observado no MMQ, é significativa e positiva. Assim, um diretor adicional no Conselho de Administração aumenta o crescimento das vendas em 14.9 pontos percentuais. Por outro lado, salienta-se a variável idade da empresa que, apesar de não ser significativa, apresenta uma influência positiva no crescimento das vendas. Assim, acreditamos que quanto mais idade tiver a empresa, maior o crescimento das suas vendas. Daqui podemos retirar que com o passar dos anos, a taxa de crescimento das vendas nas empresas do ramo mobiliário

tende a crescer. Um dos fatores possíveis deste crescimento é o nível de confiança e fidelidade que os clientes depositam na empresa. Este modelo apresenta um  $R^2$  significativamente elevado (0.87), pelo que este modelo é adequado para explicar as variações do crescimento das empresas provocadas por variações nos mecanismos de *Corporate Governance*. Daqui retiramos que as hipóteses H1, H2, H3b e H4 são rejeitadas, em oposição a H3a.

#### Quadro 8: Estimação do modelo por Efeitos Fixos (variável dependente Vendas)

Dependent Variable: LOG(VENDAS)  
Method: Panel Least Squares  
Date: 09/12/18 Time: 22:24  
Sample: 2008 2016  
Periods included: 9  
Cross-sections included: 20  
Total panel (unbalanced) observations: 171

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	5.084113	6.836188	0.743706	0.4583
SOLV	-0.075684	0.060980	-1.241126	0.2167
ACION	-0.001348	0.046298	-0.029106	0.9768
NDIRET	0.149063	0.059758	2.494464	0.0138
INDEP	0.281265	0.340032	0.827172	0.4096
NEMP	0.002118	0.000268	7.895013	0.0000
ID	0.376466	0.251994	1.493946	0.1375
D1	2.471853	1.986763	1.244161	0.2156
D2	2.089981	1.735409	1.204316	0.2305
D3	1.670012	1.485138	1.124483	0.2628
D4	1.399227	1.244756	1.124098	0.2629
D5	1.096782	0.999372	1.097471	0.2744
D6	0.828247	0.750541	1.103534	0.2717
D7	0.532000	0.504655	1.054186	0.2937
D8	0.267977	0.268338	0.998653	0.3197

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.873188	Mean dependent var	16.20368
Adjusted R-squared	0.842643	S.D. dependent var	0.991350
S.E. of regression	0.393252	Akaike info criterion	1.147244
Sum squared resid	21.18662	Schwarz criterion	1.771902
Log likelihood	-64.08937	Hannan-Quinn criter.	1.400704
F-statistic	28.58616	Durbin-Watson stat	0.779068
Prob(F-statistic)	0.000000		

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

Relativamente ao Quadro 9, modelo estimado com a variável dependente Retorno sobre o Ativo, apenas as variáveis NEMP e ID são significativas e apresentam uma

influência positiva e pouco considerável no primeiro caso (0.00977) e negativa no segundo (-8,076). No que diz respeito à idade da empresa, observamos que quanto mais velha for a empresa analisada, menor o seu retorno sobre o ativo. Uma das possíveis razões apontadas para este comportamento é o conservadorismo apontado a empresas mais velhas, que geralmente apresentam uma maior dificuldade de adaptação a novas tecnologias e técnicas de produção. As hipóteses H1, H2, H3a, H3b e H4 são rejeitadas uma vez que as variáveis em questão não são significativas.

#### Quadro 9: Estimação do modelo por Efeitos Fixos (variável dependente ROA)

Dependent Variable: ROA  
Method: Panel Least Squares  
Date: 09/08/18 Time: 20:06  
Sample: 2008 2016  
Periods included: 9  
Cross-sections included: 20  
Total panel (unbalanced) observations: 171

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	224.6048	83.51616	2.689357	0.0080
SOLV	1.037131	0.744976	1.392166	0.1661
ACION	-0.650339	0.565610	-1.149801	0.2522
NDIRET	0.159383	0.730044	0.218319	0.8275
INDEP	-2.290347	4.154096	-0.551347	0.5823
NEMP	0.009774	0.003278	2.981968	0.0034
ID	-8.076130	3.078556	-2.623350	0.0097
D1	-64.40363	24.27183	-2.653431	0.0089
D2	-59.32046	21.20110	-2.797990	0.0059
D3	-50.02515	18.14359	-2.757180	0.0066
D4	-44.75655	15.20691	-2.943173	0.0038
D5	-37.62288	12.20911	-3.081542	0.0025
D6	-27.19527	9.169188	-2.965941	0.0036
D7	-18.35734	6.165257	-2.977546	0.0034
D8	-7.146053	3.278230	-2.179851	0.0310

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.633320	Mean dependent var	3.006199
Adjusted R-squared	0.544996	S.D. dependent var	7.122285
S.E. of regression	4.804266	Akaike info criterion	6.152864
Sum squared resid	3162.094	Schwarz criterion	6.777522
Log likelihood	-492.0699	Hannan-Quinn criter.	6.406324

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

### 4.3. Método Efeitos Aleatórios

Por outro lado, o modelo de Efeitos Aleatórios é usado quando os efeitos individuais não estão correlacionados com os regressores (variáveis explicativas).

Os quadros 10 e 11 apresentam os resultados das estimações dos dois modelos através do método dos efeitos aleatórios.

**Quadro 10: Estimação do modelo por Efeitos Aleatórios (variável dependente Vendas)**

Dependent Variable: LOG(VENDAS)  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 09/12/18 Time: 22:23  
 Sample: 2008 2016  
 Periods included: 9  
 Cross-sections included: 20  
 Total panel (unbalanced) observations: 171  
 Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14.89265	0.236479	62.97672	0.0000
SOLV	-0.011345	0.050417	-0.225023	0.8223
ACION	0.057935	0.038153	1.518513	0.1309
NDIRET	0.049961	0.034094	1.465393	0.1448
INDEP	0.702328	0.198317	3.541441	0.0005
DCEO	0.406079	0.174571	2.326147	0.0213
NEMP	0.002134	0.000176	12.10365	0.0000
ID	0.008655	0.005606	1.543933	0.1246
D1	-0.388892	0.136363	-2.851891	0.0049
D2	-0.414344	0.134883	-3.071884	0.0025
D3	-0.475450	0.131173	-3.624601	0.0004
D4	-0.397800	0.131129	-3.033650	0.0028
D5	-0.339468	0.130154	-2.608198	0.0100
D6	-0.227006	0.126555	-1.793733	0.0748
D7	-0.175682	0.125642	-1.398266	0.1640
D8	-0.063510	0.124719	-0.509223	0.6113

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		0.222339	0.2422
Idiosyncratic random		0.393252	0.7578

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

No que diz respeito ao modelo (1), (quadro 10), variáveis como a solvabilidade, a dimensão do quadro de acionistas assim como a dimensão do quadro de diretores não são significativas para explicar a relação entre os mecanismos de governo das sociedades e o crescimento das vendas das empresas. Por outro lado, a % de independentes influencia positivamente este crescimento. Assim, quanto mais independente for o quadro de

diretores maior o desempenho da empresa medido pelo crescimento das vendas. Isto acontece uma vez que, sendo os diretores independentes, apenas terão incentivos a agir de forma a maximizar o lucro da empresa, ao invés de agir de acordo com a maximização dos dividendos que poderiam receber caso fossem detentores de capital da empresa. De igual modo, a variável DCEO é também positiva e significativa. Daqui retiramos que uma empresa com uma estrutura em que existe dualidade do CEO é mais benéfica para o crescimento das vendas do que uma empresa em que as funções de CEO e presidente são exercidas por pessoas diferentes.

Tal como observado no modelo de efeitos fixos, o número de empregados exerce também uma influência positiva no desempenho da empresa. Este resultado pode significar que as empresas ainda não atingiram o seu ponto ótimo de emprego pelo que um maior número de empregados poderá, ainda, conduzir a uma maior produtividade e consequentemente, maiores vendas de produtos ou serviços.

**Quadro 11: Estimação do modelo por Ffeitos Aleatórios (variável dependente ROA)**

Dependent Variable: ROA  
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
Date: 09/08/18 Time: 20:05  
Sample: 2008 2016  
Periods included: 9  
Cross-sections included: 20  
Total panel (unbalanced) observations: 171  
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.274725	3.917516	1.601710	0.1113
SOLV	0.708886	0.683519	1.037112	0.3013
ACION	-0.714077	0.515811	-1.384376	0.1682
NDIRET	0.074557	0.549429	0.135700	0.8922
INDEP	-5.993067	3.105845	-1.929609	0.0555
DCEO	-5.677412	3.366004	-1.686692	0.0937
NEMP	0.005824	0.002682	2.171328	0.0314
ID	0.139626	0.103578	1.348022	0.1796
D1	-0.362492	1.792279	-0.202252	0.8400
D2	-3.238817	1.748902	-1.851914	0.0659
D3	-2.036039	1.677186	-1.213961	0.2266
D4	-4.511074	1.653618	-2.728003	0.0071
D5	-5.351274	1.624741	-3.293616	0.0012
D6	-3.144894	1.567752	-2.005989	0.0466
D7	-2.542832	1.544338	-1.646552	0.1017
D8	0.505608	1.526489	0.331223	0.7409

Effects Specification		S.D.	Rho
Cross-section random		5.171088	0.5367
Idiosyncratic random		4.804266	0.4633

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

Mais uma vez, no que diz respeito ao modelo estimado com recurso à variável dependente Retorno sobre o Ativo, tal como acontece no modelo de Efeitos Fixos, as variáveis centrais não são significativas para um nível de significância de 5%, pelo que nada se pode concluir. São, então, rejeitadas todas as hipóteses.

É importante referir que foi omitida a *dummy* Auditoria de todas as estimações efectuadas uma vez que o seu valor apresentava uma multicolinearidade exata, isto é, não variava de empresa para empresa assim como se mantinha constante ao longo dos anos.

Foram, ainda, efetuados para cada modelo testes de hipóteses de forma a perceber qual o melhor método a ser usado para cada modelo. Os testes de Chow (H0: usar POLS; H1: usar Efeitos Fixos) e os testes de Hausman (H0: usar Efeitos Aleatórios; H1: usar Efeitos Fixos) estão apresentados nos quadros 12, 13, 14 e 15.

**Quadro 12: Teste de Chow (variável dependente ROA)**

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: FE\_ROA  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.970704	(19,137)	0.0000
Cross-section Chi-square	127.312561	19	0.0000

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”;

**Quadro 13: Teste de Hausman (variável dependente ROA)**

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: RE\_ROA  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	14	1.0000

\* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

**Quadro 14: Teste de Chow (variável dependente Vendas)**

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: FE\_VENDAS  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.508397	(19,137)	0.0000
Cross-section Chi-square	109.993045	19	0.0000

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

**Quadro 15: Teste de Hausman (variável dependente Vendas)**

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.000000	14	1.0000

\* Cross-section test variance is invalid. Hausman statistic set to zero.

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”

No Quadro 12, que diz respeito ao modelo estimado com recurso à variável dependente ROA, observamos que o  $F=127.312561 > 19$  pelo que se rejeita  $H_0$  (usar

POLS). No que diz respeito à escolha entre Efeitos Fixos e Aleatórios, a Estatística do Teste de Hausman apresentado no quadro 13 é de  $0 < 14$  (para um nível de significância de 5%) pelo que não se rejeita  $H_0$ , optando-se pelo uso do modelo de efeitos aleatórios.

Relativamente ao modelo com a variável dependente vendas, o teste de Chow apresentado no Quadro 14 mostra-nos que  $F=109.993045 > 19$ , logo rejeita-se  $H_0$ . Mais uma vez, quando efetuado o teste de Hausman deste modelo conclui-se que o modelo de efeitos aleatórios é o mais consistente uma vez que  $H= 0 < 14$  (para um nível de significância de 5%). Daqui retiramos que tanto para o modelo (1), em que a variável dependente é o ROA, como para o modelo (2), o modelo de Efeitos Aleatórios é o mais significativo e o que apresenta os coeficientes mais consistentes e eficientes.

O Quadro 16 apresenta uma síntese dos valores dos coeficientes das variáveis explicativas dos modelos usados neste estudo para cada método de estimação acima apresentado e respetivos níveis de significância. Na análise dos resultados dar-se-á maior destaque aos coeficientes estimados pelo método dos efeitos aleatórios uma vez que é o que apresenta os coeficientes mais consistentes e eficientes.

**Quadro 16: Comparação entre os coeficientes de regressão para o método de POLS, FE e RE**

Modelo	Pool OLS		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
	Variáveis dependentes		Variáveis dependentes		Variáveis dependentes	
	ROA	Vendas	ROA	Vendas	ROA	Vendas
<b>SOLV</b>	1.265805 (0.0453)	0.042054 (0.3760)	1.037131 (0.1661)	-0.075684 (0.2167)	0.708886 (0.3013)	-0.011345 (0.8223)
<b>ACION</b>	-0.348443 (0.4788)	0.092101 (0.0140)	-0.650339 (0.2522)	-0.001348 (0.9768)	-0.714077 (0.1682)	0.057935 (0.1309)
<b>NDIRET</b>	-0.058520 (0.8670)	0.016040 (0.5435)	0.159383 (0.8275)	0.149063 (0.0138)	0.074557 (0.8922)	0.049961 (0.1448)
<b>INDEP</b>	-7.535942 (0.0010)	0.782907 (0.0000)	-2.290347 (0.5823)	0.281265 (0.4096)	-5.993067 (0.0555)	0.702328 (0.0005)
<b>DCEO</b>	-3.933068 (0.0190)	0.493493 (0.0001)	-----	-----	-5.677412 (0.0937)	0.406079 (0.0213)
<b>NEMP</b>	0.001540 (0.4160)	0.002054 (0.0000)	0.009774 (0.0034)	0.002118 (0.0000)	0.005824 (0.0314)	0.002134 (0.0000)
<b>ID</b>	0.090288 (0.1164)	0.004144 (0.3388)	-8.076130 (0.0097)	0.376466 (0.1375)	0.139626 (0.1796)	0.008655 (0.1246)
<b>D1</b>	-1.001119	-0.395478	-64.40363	2.471853	-0.362492	-0.388892

	(0.6398)	(0.0153)	(0.0089)	(0.2156)	(0.8400)	(0.0049)
<b>D2</b>	-3.580789 (0.0944)	-0.411700 (0.0114)	-59.32046 (0.0059)	2.089981 (0.2305)	-3.238817 (0.0659)	-0.414344 (0.0025)
<b>D3</b>	-2.312663 (0.2701)	-0.490663 (0.0022)	-50.02515 (0.0066)	1.670012 (0.2628)	-2.036039 (0.2266)	-0.475450 (0.0004)
<b>D4</b>	-4.537246 (0.0329)	-0.414405 (0.0101)	-44.75655 (0.0038)	1.399227 (0.2629)	-4.511074 (0.0071)	-0.397800 (0.0028)
<b>D5</b>	-4.999458 (0.0186)	-0.347082 (0.0303)	-37.62288 (0.0025)	1.096782 (0.2744)	-5.351274 (0.0012)	-0.339468 (0.0100)
<b>D6</b>	-3.195128 (0.1216)	-0.218405 (0.1608)	-27.19527 (0.0036)	0.828247 (0.2717)	-3.144894 (0.0466)	-0.227006 (0.0748)
<b>D7</b>	-2.771307 (0.1779)	-0.181420 (0.2425)	-18.35734 (0.0034)	0.532000 (0.2937)	-2.542832 (0.1017)	-0.175682 (0.1640)
<b>D8</b>	0.501261 (0.8061)	-0.056487 (0.7142)	-7.146053 (0.0310)	0.267977 (0.3197)	0.505608 (0.7409)	-0.063510 (0.6113)

Fonte: Elaboração própria com recurso ao software “Eviews”; entre ( ) estão apresentados os valores do *p-value* para cada variável – acima de 5% a variável não é significativa.

Relativamente à hipótese 1, concluímos que ambos os modelos não apresentaram qualquer significância estatística na variável Solvabilidade.

O mesmo acontece com a variável Dimensão do Quadro de Acionistas e Dimensão do Quadro de Diretores. Assim, estas variáveis não são estatisticamente significativas, quer em relação à variável dependente Vendas como ROA. Relativamente à variável Quadro de Diretores, este estudo vem contrariar autores como Bhagat e Bolton (2008), Rosenstein e Wyatt (1990) e Beiner *et al.* (2006) que acreditam existir uma relação positiva entre o tamanho do quadro de diretores e o desempenho da empresa. Por outro lado, Hermanlin e Weisbach (2003) acreditam que a dimensão do Conselho de Administração está negativamente relacionada com o desempenho da empresa. Yermack (1996) argumenta que empresas com Conselhos de Administração menores apresentam melhores indicadores financeiros e um melhor desempenho por parte do CEO da empresa. Os resultados obtidos nas estimações apresentadas assemelham-se aos resultados de Bhagat e Black (1999) que concluem não existir evidência de que um aumento da dimensão do Conselho de Administração resulte numa melhoria do desempenho da empresa. Assim, nada podemos concluir das hipóteses H2 e H3a.

No que diz respeito à hipótese H3b, a variável explicativa “Independência do Quadro de Diretores” é significativa no modelo com a variável dependente Vendas e

apresenta uma influência positiva no crescimento das vendas da empresa. Assim, concluímos que quanto maior o nível de independência do Conselho de Administradores, maior o crescimento das vendas e, conseqüentemente, maior a rentabilidade dos capitais próprios. Esta conclusão corrobora com os trabalhos desenvolvidos por Almeida *et al.* (2013) e Hermanlin e Weisbach (2003). Para estes autores, empresas com maiores percentagens de diretores independentes acarretam melhores resultados no que diz respeito a aquisições e a remunerações dos diretores executivos. Para Bhagat e Black (1999), as empresas deveriam ter um número médio de diretores internos nos seus quadros de Administração, que variasse entre 3 a 5 de entre um quadro total de 11 diretores. Para estes autores, é indispensável a presença de diretores internos e externos à empresa no CA uma vez que os diretores internos, apesar de altamente conhecedores do funcionamento da empresa, são, por vezes, conflituosos ao passo que os diretores externos muitas vezes ignoram o que acontece dentro da empresa. Relativamente ao modelo de ROA, nada podemos concluir sobre esta variável.

Por fim, quando testada a hipótese H4, é observada uma significância estatística na variável Dualidade do CEO no modelo de Vendas pelo que se conclui que a separação entre o CEO e o presidente do Conselho de Administração acarreta efeitos prejudiciais para o crescimento das vendas da empresa. Esta conclusão corrobora com os estudos desenvolvidos por Boyd (1995), Baliga *et al.* (1996), Davis *et al.* (1997) e Essen *et al.* (2013). Assim, estes resultados apoiam a teoria de que as duplas funções do CEO (director e presidente do Conselho de Administração) enfatizam uma tomada de decisão e um controlo da empresa mais eficientes. Assim, os CEO das empresas focam-se no valor intrínseco da empresa e as suas decisões não são influenciadas pelo valor de mercado das ações. Além disso, o facto de o CEO ser presidente permite-lhe uma vasta informação de forma a melhor compreender todo o funcionamento da empresa e conduzem-no a uma tomada de decisão mais eficiente e eficaz. No entanto, estudos de Black *et al.* (2009) e Silveira *et al.* (2003) afirmam que a separação dos cargos pode conduzir a um maior valor de mercado para a empresa. De facto, o Código de Boas Práticas recomenda que os cargos de presidente do Conselho de Administração e Diretor Executivo sejam ocupados por diferentes indivíduos de forma a evitar a concentração do poder num só membro e o uso excessivo desse mesmo poder de acordo com interesses pessoais. Existe, assim, uma vasta literatura empírica relacionada com este mecanismo. Os autores a favor desta separação afirmam que a dualidade do CEO restringe a independência do Conselho de

Administração, limitando o seu poder de atuação e supervisão (Milstein, 1992) e torna a avaliação de desempenho da empresa mais complexa e difícil (Carver, 1990). Por outro lado, os autores a favor da dualidade do CEO apontam a liderança clara para fins de implementação de estratégias (Baliga *et al.*, 1996), a prevenção de conflitos e rivalidades entre o Conselho de Administração e o director executivo e a livre abertura à inovação e empreendedorismo por parte do CEO como benefícios deste mecanismo de Governo das Sociedades.

## 5. Conclusão

O *Corporate Governance* é um tema relativamente recente e extremamente relevante no funcionamento das empresas da atualidade. Este tema surgiu na sequência de alguns escândalos financeiros cujo impacto se refletiu em vários países da Europa. Ao ameaçar o comportamento dos gestores, estes escândalos suscitaram a necessidade de criação de mecanismos que permitissem uma maior transparência e confiança na gestão das empresas. Uma boa gestão é uma característica fundamental para o bom desempenho da empresa e uma má gestão da mesma acarreta custos de agência decorrentes, essencialmente, de uma assimetria de informação existente entre acionistas e gestores.

O objetivo deste estudo debate-se com a análise da relação entre a performance da empresa e os mecanismos do *Corporate Governance*, nomeadamente, a Estrutura de Capital, a Estrutura de Propriedade e o Conselho de Administração.

Este estudo compreendeu dados das 20 maiores empresas do ramo mobiliário, medidas pelos proveitos operacionais no ano de 2016, para um período de 9 anos, de 2008 a 2016.

Através de dados em painel, foram estimados dois modelos econométricos para compreender qual a influência que cada variável desempenhava na *performance* da empresa. Assimiou-se no primeiro modelo como medida de desempenho a variável ROA (Retorno sobre o Ativo). Por outro lado, no segundo modelo foi usada como medida de desempenho o crescimento anual das vendas de cada empresa.

Os resultados do estudo indicaram que alguns mecanismos de *Corporate Governance* têm um impacto positivo na performance da empresa enquanto que outros não são estatisticamente significativos pelo que não se pode concluir a sua influência.

Assim, concluímos que a % de independentes no Conselho de Administração influencia positivamente o crescimento das Vendas, assim como a dualidade do CEO. Relativamente às variáveis Dimensão do Quadro de Acionistas e Dimensão do Quadro de Diretores, apesar de não significativas no modelo onde a medida de desempenho são as Vendas, apresentam um coeficiente positivo. Com isto, acreditamos que o aumento da dimensão destes quadros induz um aumento do crescimento do volume de negócios das empresas.

No que toca ao modelo onde foi usado como medida de desempenho a variável dependente ROA, é interessante perceber que os resultados são, maioritariamente, o oposto dos resultados observados com a variável dependente Vendas. Assim, apesar de

nenhuma das variáveis centrais ser significativa, observamos que os sinais dos coeficientes são contraditórios. Deste modo, no modelo ROA, a dimensão do Quadro de Acionistas assim como a percentagem de diretores independentes presentes no Conselho de Administração e a dualidade do CEO apresentam coeficientes negativos, o que nos faz acreditar que influenciam negativamente o desempenho da empresa, quando medido pelo Retorno sobre o Ativo.

Percebemos, desta forma, que os resultados dos testes variam de acordo com a medida de desempenho usada, sendo que algumas variáveis podem ser benéficas para o crescimento das vendas das empresas mas o mesmo não acontece com o Retorno sobre o Ativo. É importante realçar a estrutura familiar maioritariamente presente nas empresas em análise e a sua dimensão relativamente pequena, o que se pode revelar uma limitação nos resultados obtidos.

É, então, possível concluir que existem, de facto, mecanismos de *Corporate Governance* que influenciam o desempenho da empresa e que, por sua vez, proporcionam um crescimento das vendas.

Concluimos então que as empresas têm todo o interesse em adotar boas práticas de *Corporate Governance* uma vez que estas as podem ajudar a ampliar o seu nível de independência e diversidade, assim como ajudam na captação de recursos para investimentos necessários ao bom funcionamento da empresa.

Após a realização deste trabalho, propõe-se, a implementação de modelos com outras variáveis significativas que possam acrescentar mais conhecimento a este tema, a análise de setores de atividade onde predominem empresas de grande dimensão e listadas em bolsa, com períodos de análise mais alargados ou novas metodologias de análise.

## Referências Bibliográficas

- Agrawal, A., J. F. Jaffe, e J. M. Karpoff. (1999), "Management Turnover and Governance Changes Following the Revelation of Fraud", *The Journal of Law and Economics*, Vol. 42, N° 1, pp. 309-342.
- Almeida, M. L. F. d. (2015), "A Fraude de Relato Financeiro e a Independência dos Auditores", Dissertação de Mestrado em Gestão de Empresas, Universidade Autónoma de Lisboa,
- Almeida, R. S. d., M. C. Klotzle, e A. C. F. Pinto. (2013), "Composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil", *Revista de Administração*, Vol. 11, N° 1, pp. 156-180.
- Alves, C. (2005), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra: Edições Almedina.
- Alves, P., E. B. Couto, e P. M. Francisco. (2016), "Executive Pay and Performance in Portuguese Listed Companies", *Research in International Business and Finance*, Vol. 37, pp. 184-195.
- Baliga, B. R., R. C. Moyer, e R. S. Rao. (1996), "CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?", *Strategic Management Journal*, Vol. 17, N° 1, pp. 41-53.
- Barber, B. M., e J. D. Lyon. (1996), "Detecting Abnormal Operating Performance: The Empirical Power and Specification of Test Statistics", *Journal of Financial Economics*, Vol. 41, N° 3, pp. 359-399.
- Batista, A. L. C. R. (2017), "Corporate Governance e Criação de Valor nas Empresas da Euronext Lisbon", Dissertação de Mestrado em Análise Financeira, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra,
- Batista, C. D. B. (2011), "As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de Corporate Governance em Portugal", Dissertação de Mestrado em Finanças, Faculdade de Economia da Universidade do Porto,
- Baysinger, B. D., e H. N. Butler. (1985), "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 1, N° 1, pp. 101-124.
- Beiner, S., W. Drobetz, M. M. Schmid, e H. Zimmermann. (2006), "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation", *European Financial Management*, Vol. 12, N° 2, pp. 249-283.

- Berle, A., e G. Means. (1932), *The Modern Corporation and Private Property* Macmillan, New York: Rawson Associates.
- Bhagat, S., e B. Black. (1999), "The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance", *The Business Lawyer*, pp. 921-963.
- Bhagat, S., e B. Bolton. (2008), "Corporate Governance and Firm Performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, N° 3, pp. 257-273.
- Black, B., A. G. De Carvalho, e E. Gorga. (2009), "The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms", *Revista Brasileira de Finanças*, Vol. 7, N° 4, pp. 385-428.
- Borges, A. (2003), "O Papel dos Administradores Independentes", *Jornal Expresso*,
- Boyd, B. K. (1995), "CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model", *Strategic Management Journal*, Vol. 16, N° 4, pp. 301-312.
- Boyd, C. (1996), "Ethics and Corporate Governance: The Issues Raised by the Cadbury Report in the United Kingdom", *Journal of Business Ethics*, Vol. 15, N° 2, pp. 167-182.
- Brealey, R. A., S. C. Myers, F. Allen, e P. Mohanty. (2012), *Principles of Corporate Finance*, Tata McGraw-Hill Education.
- Brown, L. D., e M. L. Caylor. (2004), "Corporate Governance and Firm Performance", Georgia State University, Georgia,
- Burkart, M., D. Gromb, e F. Panunzi. (1997), "Large Shareholders, Monitoring, and the Value of the Firm", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, N° 3, pp. 693-728.
- Byrd, J. W., e K. A. Hickman. (1992), "Do Outside Directors Monitor Managers?: Evidence from Tender Offer Bids", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, N° 2, pp. 195-221.
- Carver, J. (1990), *Boards that Make a Difference*, San Francisco: Jossey-Bass.
- Chance, D. M. (1997), "A Derivative Alternative as Executive Compensation", *Financial Analysts Journal*, Vol. 53, N° 2, pp. 6-8.
- Charkham, J. P. (1995), *Keeping -Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford: Oxford University Press.
- Chiang, H.-t., e F. Chia. (2005), "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", *Journal of American Academy of Business*, Vol. 6, N° 1, pp. 95-101.

- Claessens, S., S. Djankov, J. P. Fan, e L. H. Lang. (2002), "Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings", *The Journal of Finance*, Vol.57, N° 6, pp. 2741-2771.
- CMVM. (1999), "Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas", CMVM, Lisboa.
- Conyon, M., P. Gregg, e S. Machin. (1995), "Taking Care of Business: Executive Compensation in the United Kingdom", *The Economic Journal*, Vol. 105, N° 430, pp. 704-714.
- Correia, L. F., e H. F. Amaral. (2009). *A Eficiência do Conselho de Administração como Mecanismo de Controle dos Custos de Agência*. Paper presented at the Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC.
- Cui, H., e Y. Mak. (2002), "The Relationship between Managerial Ownership and Firm Performance in High R&D Firms", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, N° 4, pp. 313-336.
- 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.
- Dias, A., L. L. Rodrigues, e R. Craig. (2017), "Corporate Governance Effects on Social Responsibility Disclosures", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol. 11, N° 2, pp. 3-22.
- Diez-Esteban, J. M., J. B. Farinha, e C. D. Garcia-Gomez. (2016), "The Role of Institutional Investors in Propagating the 2007 Financial Crisis in Southern Europe", *Research in International Business and Finance*, Vol. 38, pp. 439-454.
- Erkens, D. H., M. Hung, e P. Matos. (2012), "Corporate Governance in the 2007–2008 Financial Crisis: Evidence from Financial Institutions Worldwide", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, N° 2, pp. 389-411.
- Essen, M. V., P. J. Engelen, e M. Carney. (2013), "Does “Good” Corporate Governance Help in a Crisis? The Impact of Country-and Firm-Level Governance Mechanisms in the European Financial Crisis", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 21, N° 3, pp. 201-224.
- Farrell, K. A., e D. A. Whidbee. (2000), "The Consequences of Forced CEO Succession for Outside Directors", *Journal of Business*, Vol. 73, N° 4, pp. 597-627.
- Figueiredo, J. (2000), "Guia Técnico-Sector da Indústria da Madeira e do Mobiliário", INETI, Lisboa.

- Franks, J., e C. Mayer. (1996), "Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, N.º. 1, pp. 163-181.
- Gomes, L. d. C. S. M. (2010), "Auditoria e a informação financeira relevante num contexto de crise financeira mundial", Dissertação de Mestrado em Auditoria, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa,
- Hair, J., W. C. Black, R. E. Anderson, e R. L. Tatham. (2005), *Análise Multivariada de Dados*, Porto Alegre: Bookman.
- Hall, B. J., e J. B. Liebman. (1998), "Are CEOs Really Paid like Bureaucrats?", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, N.º. 3, pp. 653-691.
- Hermanlin, B., e M. Weisbach. (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, Vol. 20, N.º. 4, pp.101-112.
- Hermanlin, B., e M. Weisbach. (2003), "Boards of Directors as an Endogenously determined Institution: A Survey of the Economic Literature", *FRBNY Economic Policy Review*, pp. 7-26.
- Jensen, M. C., e W. H. Meckling. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, N.º. 4, pp. 305-360.
- Klapper, L. F., e I. Love. (2004), "Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, N.º.5, pp. 703-728.
- Lan, X. C., e Y. M. Li. (2007). *An Empirical Study of Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance*. Paper presented at the IEEE International Conference on Grey Systems and Intelligent Services, Nanjing, China.
- Lang, L. H., e R. M. Stulz. (1994), "Tobin's q, Corporate Diversification, and Firm Performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 102, N.º. 6, pp. 1248-1280.
- LaPorta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, e R. W. Vishny. (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, N.º. 6, pp. 1113-1155.
- Lima, M., A. Pinto, e A. Freire. (2003), *Relações Familiares na Elite Empresarial de Lisboa*, Lisboa: Celta Lisboa.
- Lisboa, I., e J. Paulo Esperança. (2010), "Ownership Structure and Performance: Evidence from Portugal", *Corporate Ownership and Control*, Vol. 7, N.º. 3, pp. 25-32.
- Marques, M. d. C. d. C. (2007), "Aplicação dos Princípios da Governança Corporativa ao Sector Público", *Revista de Administração Contemporânea*, Vol. 11, N.º. 2, pp. 11-26.

- Matos, B. I. L. d. (2012), "Avaliação do Desempenho Ambiental da Produção de Mobiliário em Portugal", Dissertação de Mestrado em Engenharia e Ambiente, Faculdade de Ciências e Tecnologia,
- Milstein, I. (1992), *The Limits of Corporate Power: Existing Constraints on the Exercise of Corporate Discretion*, New York: Macmillan.
- Miloca, S. A., e P. D. Conejo. (2013), "Multicolinearidade em Modelos de Regressão", XXII Semana Académica da Matemática
- Modigliani, F., e M. H. Miller. (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, Vol. 48, N.º. 3, pp. 261-297.
- Monks, R. A. (2001), "Redesigning Corporate Governance Structures and Systems for the Twenty First Century", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 9, N.º. 3, pp. 142-147.
- Monks, R. A. G., e N. Minow. (2008), *Corporate Governance*, John Wiley & Sons.
- Morck, R., A. Shleifer, e R. W. Vishny. (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Moreira, J. M., H. Gonçalves, e G. A. Oliveira. (2004), "Corporate Governance em Portugal", XII Conferência Anual de Ética, Economia, Dirección-Ética y Finanzas.
- OCDE. (2004), "The European Central Bank: History, Role and Functions. ECB", Eurossistema
- Ogden, J. P., F. C. Jen, e P. F. O'Connor. (2003), *Advanced Corporate Finance: Policies and Strategies*, London: Pearson College Division.
- Pfeffer, J. (1972), "Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment", *Administrative Science Quarterly*, pp. 218-228.
- Porter, M. E. (1992), "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System", *Harvard Business Review*, Vol. 70, N.º. 5, pp. 65-82.
- Portuguesa, R. (2017), "Ficha de Comércio Externo - Indústria do Mobiliário", <http://www.dgae.gov.pt/gestao-de-ficheiros-externos-dgae-ano-2017/ficha-comercio-externo-industria-do-mobiliario-pdf.aspx>, Acedido em 12/07/2018
- Prigge, S. (1998), "A Survey of German Corporate Governance", *Comparative Corporate Governance-The State of the Art and Emerging Research*, pp. 1045-1199.
- Rechner, P. L., e D. R. Dalton. (1991), "CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, N.º. 2, pp. 155-160.

- Richardson, V. J., e J. F. Waegelein. (2002), "The Influence of Long-Term Performance Plans on Earnings Management and Firm Performance", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 18, Nº. 2, pp. 161-183.
- Rodrigues, J. (2009), *Corporate Governance: Retomar a Confiança Perdida*, Lisboa: Escolar Editora.
- Rosenstein, S., e J. G. Wyatt. (1990), "Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, Nº. 2, pp. 175-191.
- Ross, S., R. Westerfield, e J. Jaffe. (1999), *Corporate Finance*, McGraw Hill Internacional.
- Santos, J. A. N. d. (2009), "'Corporate Governance': Desenvolvimentos Recentes e a Realidade Portuguesa", Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças Empresariais, Universidade Aberta de Aveiro,
- Shleifer, A., e R. W. Vishny. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*, Vol. 52, Nº. 2, pp. 737-783.
- Short, H., e K. Keasey. (1999), "Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, Nº. 1, pp. 79-101.
- Silva, A., A. Vitorino, C. Alves, J. Cunha, e M. A. Monteiro. (2006), *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*, Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.
- Silveira, A. M., L. A. Barros, e R. Famá. (2003), "Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: um Estudo Empírico", *Caderno de Pesquisas em Administração*, Vol. 10, Nº. 1, pp. 57-71.
- Stapledon, G. P. (1997), *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford: Clarendon Press.
- Tirole, J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton: Princeton University Press.
- Trends, S. (2009), "Cluster das Empresas de Mobiliário de Portugal", [strategic Trends.aeportugal.pt/DownloadHandler.ashx?pg...a0ac...Mobiliario...](http://strategic Trends.aeportugal.pt/DownloadHandler.ashx?pg...a0ac...Mobiliario...)  
Acedido em 12/07/2018
- Vermaelen, T. (1981), "Common Stock Repurchases and Market Signalling: An Empirical Study", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, Nº. 2, pp. 139-183.
- Vo, D. H., e T. M. Nguyen. (2014), "The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Empirical Study in Vietnam", *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6, Nº. 6, pp. 1.

- Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, N° 2, pp. 185-211.
- Zingales, L. (1994), "The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience", *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, N° 1, pp. 125-148.
- Zingales, L. (1997), "Corporate Governance ", *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave.