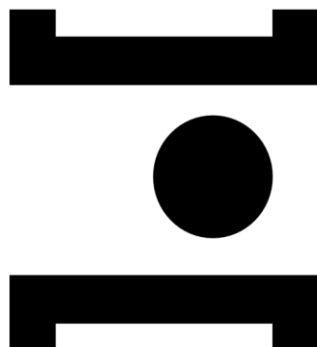


INSTITUTO POLITÉCNICO DE SANTARÉM
Escola Superior de Gestão e Tecnologia de Santarém



**POLITÉCNICO
DE SANTARÉM**

**Influência do Governo na Rendibilidade Empresarial: Evidência
Empírica em Portugal, França e Itália**

Dissertação

Mestrado em Contabilidade e Finanças

Anselmo André Salgado Santos Rodrigues

Orientação:

Professor Doutor António José dos Santos Morão Lourenço

Junho, 2023

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Resumo

O governo das sociedades é um tema amplamente abordado, que começou a ganhar destaque após vários colapsos financeiros. O objetivo deste estudo é compreender de que forma a gestão influencia a “performance” financeira das empresas cotadas nas bolsas de valores, para isso foram selecionadas 48 sociedades, em Portugal, França e Itália, considerando um intervalo temporal de 2016 até 2020.

Foram utilizados métodos estatísticos para o tratamento e análise dos dados, começando pela estatística descritiva.

Através dos coeficientes de correlação foi feito o diagnóstico, com recurso a uma regressão linear, a informação foi tratada de forma a determinar a existência de ligações entre as variáveis com significância estatística.

A amostra selecionada contempla, os setores de atividade e o modelo de governo das sociedades utilizado.

Os resultados obtidos evidenciam a existência de ligações entre a “performance” financeira e a gestão empresarial, sendo que todos os países apresentam resultados diferentes.

Palavras-chave: Portugal; França; Itália; empresas cotadas; performance financeira; governo das sociedades.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Abstract

Corporate governance is a widely addressed topic, which began to gain prominence after several financial collapses. This study aims to understand how general management influences the financial performance of companies listed on stock exchanges, for this purpose 48 companies were selected, in Portugal, France, and Italy, considering a time interval from 2016 to 2020.

Statistical methods were used for the treatment and analysis of the data, starting with descriptive statistics.

Through the correlation coefficients, the diagnosis was made, using linear regression, and the information was treated to determine the existence of links between the variables with statistical significance.

The selected sample includes the sectors of activity and the corporate governance model used.

The results obtained show the existence of links between financial performance and corporate management, with all countries presenting different results.

Key-words: *Portugal, France, Italy, listed on stock; financial performance, corporate governance*

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice

RESUMO	2
ABSTRACT	4
ÍNDICE DE TABELAS	9
ÍNDICE DE FIGURAS	12
ACRÓNIMOS/SIGLAS	14
INTRODUÇÃO	16
CAPÍTULO 1- REVISÃO DA LITERATURA	18
1.1 GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	18
1.2.1. CONTEXTO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	20
1.2.2. <i>Governo das Sociedades em Portugal</i>	23
1.2.3. <i>Governo das Sociedades em França</i>	24
1.2.4. <i>Governo das Sociedades em Itália</i>	25
1.3 MECANISMOS DE GESTÃO DAS SOCIEDADES	26
1.3.1. <i>Mecanismos Internos</i>	26
1.3.2. <i>Mecanismos Externos</i>	26
1.4. SISTEMAS DE GESTÃO DAS SOCIEDADES	27
1.4.1 <i>Modelo Anglo-Saxónico</i>	28
1.4.2. <i>Modelo Continental</i>	29
1.5 MODELOS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES.....	30
1.5.1. <i>Modelo Latino</i>	30
1.5.2. <i>Modelo Anglo-Saxónico</i>	31
1.5.3. <i>Modelo Dualista</i>	32
1.6. TEORIA DE AGÊNCIA.....	33
1.7. RENDIBILIDADE	34
1.7.1. <i>Indicadores de Rendibilidade Financeira</i>	35
1.7.2. <i>Fatores que Influenciam a Rendibilidade</i>	36
1.8. ESTUDOS SEMELHANTES	37
CAPÍTULO 2 – METODOLOGIA E INVESTIGAÇÃO	41
2. METODOLOGIA	41
2.1. OBJETIVO DO ESTUDO	41
2.2. DEFINIÇÃO DA AMOSTRA	42
2.3. MODELOS DE GESTÃO DAS SOCIEDADES	48

2.4. VARIÁVEIS DO ESTUDO	51
2.5. ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	57
2.6. ANÁLISE BIVARIADA	67
2.6.1. <i>Hipóteses da Investigação</i>	67
2.6.2. CORRELAÇÃO - FRANÇA	68
2.6.3. CORRELAÇÃO – ITÁLIA.....	70
2.6.4 CORRELAÇÃO - PORTUGAL	72
2.7. REGRESSÃO LINEAR	75
2.7.1. <i>Hipóteses da Investigação</i>	75
2.7.2. REGRESSÃO LINEAR FRANÇA.....	76
2.7.3. REGRESSÃO LINEAR ITÁLIA	79
2.7.4. REGRESSÃO LINEAR PORTUGAL	82
CAPÍTULO 3 – RESULTADOS	85
3.1. DISCUSSÃO DE RESULTADOS E CONCLUSÃO	85
3.2 LIMITAÇÕES	88
3.3 PROPOSTAS PARA TRABALHOS FUTUROS.....	88
BIBLIOGRAFIA	89

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice de tabelas

Tabela 1 - Principais Relatórios de Governos das Sociedades.	20
Tabela 2 - Estudos Semelhantes	38
Tabela 3 - Empresas cotadas na bolsa em França (CAC 40).	42
Tabela 4 - Empresas Cotadas na Bolsa em Portugal (PSI 20)	43
Tabela 5 - Empresas Cotadas na Bolsa em Itália	44
Tabela 6 - Variáveis em Estudo.	56
Tabela 7 – Número de Membros Independentes no Conselho de Administração em França	58
Tabela 8 - Peso Relativo dos Membros Independentes no Conselho de Administração em França	59
Tabela 9 - Retorno dos Ativos em França	59
Tabela 10 - Retorno dos Capitais Próprios em França	60
Tabela 11 - Dimensão do Conselho de Administração em Itália	61
Tabela 12 - Número de Membros Independentes no Conselho de Administração	61
Tabela 13 - Peso Relativo dos Membros Independentes no Conselho de Administração em Itália	62
Tabela 14 - Retorno dos Ativos em Itália	62
Tabela 15 - Retorno dos Capitais Próprios em Itália	63
Tabela 16 - Dimensão do Conselho de Administração em Portugal	64
Tabela 17 - Número de Membros Independentes no Conselho de Administração em Portugal	64
Tabela 18 - Peso Relativo do Número de Membros Independentes no Conselho de Administração em Portugal	65
Tabela 19 - Retorno dos Capitais Próprios em Portugal	66
Tabela 20 - Retorno dos Ativos em Portugal.	66
Tabela 21 - Hipóteses	67
Tabela 22 - Coeficientes de Correlação França 2016	68
Tabela 23 - Coeficientes de Correlação França 2017	68
Tabela 24 - Coeficientes de Correlação França 2018	68
Tabela 25 - Coeficientes de Correlação França 2019	69
Tabela 26 - Coeficientes de Correlação França 2020	69

Tabela 27 - Coeficientes de Correlação Itália 2016	70
Tabela 28 - Coeficientes de Correlação Itália 2017	70
Tabela 29 - Coeficientes de Correlação Itália 2018	70
Tabela 30 - Coeficientes de Correlação Itália 2019	71
Tabela 31 - Coeficientes de Correlação Itália 2020	71
Tabela 32 - Coeficientes de Correlação Portugal 2016	72
Tabela 33 - Coeficientes de Correlação Portugal 2017	72
Tabela 34 - Coeficientes de Correlação Portugal 2018	73
Tabela 35 - Coeficientes de Correlação Portugal 2019	73
Tabela 36 - Coeficientes de Correlação Portugal 2020	73
Tabela 37 - Hipóteses Regressão Linear	75
Tabela 38 - Teste VIF França	76
Tabela 39 - Regressão Linear França	77
Tabela 40 - Stepwise França	77
Tabela 41 - Teste VIF Itália.	79
Tabela 42 - Regressão Linear Itália.	80
Tabela 43 - Stepwise Itália.	80
Tabela 44 - Teste VIF Portugal.	82
Tabela 45 - Regressão Linear Portugal	83
Tabela 46 - Stepwise Portugal.	83

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice de Figuras

Figura 1 - Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico	28
Figura 2 - Estrutura do Modelo Continental	29
Figura 3 - Estrutura do Modelo Latino	30
Figura 4 - Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico	31
Figura 5 - Estrutura do Modelo Dualista	32
Figura 6 - Empresas por Setor de Atividade Cotadas em França	45
Figura 7 - Empresas por Setor de Atividade Cotadas em Portugal.....	46
Figura 8 - Empresas por Setor de Atividade Cotadas em Itália	47
Figura 9 - Modelos de Governo das Sociedades em França	48
Figura 10 - Modelos de Governo das Sociedades em Portugal	49
Figura 11 - Modelos de Governo das Sociedades em Itália	50
Figura 12 - Teste Durbin-Watson França	76
Figura 13 -Teste Durbin-Watson Itália	79
Figura 14 -Teste Durbin-Watson Portugal	82

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Acrónimos/Siglas

AG – Assembleia Geral;

BM – Banco Mundial

BSC - Balanced score card

CA – Conselho de administração;

CAC 40 – Cotation assiste en continu

CG – Corporate Governance;

CMVM - Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários

EPS - Earnings per share

EVA - Economic Value Added

FMI - Fundo Monetário Internacional

IFRS – International Financial Reporting Standards

MVA - Market Value Added

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico;

PSI 20 – Portuguese stock index

ROA – Retorno do ativo;

ROE – Retorno do capital próprio;

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Introdução

Há cerca de duas décadas, o conceito de “corporate governance”, começou a ganhar mais relevância na União Europeia, desde então tornou-se fundamental e indispensável por parte das empresas a adoção e implementação de princípios e boas práticas de governo.

Segundo Cosneanu (2013), a governança corporativa nasceu e se desenvolveu como resultado de escândalos financeiros que surgiram ao longo do tempo. O colapsar de grandes empresas, como a Maxwell Communications em 1990 e as diversas crises financeiras vividas, serviram de alerta para os gestores na forma como organizavam as suas empresas, reforçando a necessidade de criarem instrumentos que auxiliassem a gestão, segundo Long (2021) a constante fraude e má gestão levou ao colapsar de diversas empresas internacionais.

Esta pesquisa visa estudar o desempenho financeiro de 48 empresas cotadas na bolsa de valores em três países distintos, Portugal, França e Itália, num período compreendido entre 2016 e 2020 e procurar estabelecer relações entre os valores obtidos com a forma como o conselho de administração é composto.

Com vista a determinar a “performance” financeira, a rentabilidade dos ativos e a rentabilidades dos capitais próprios foram tidas em consideração como variáveis. No que concerne a gestão empresarial, foi utilizado como medida a dimensão do conselho de administração, o número de membros independentes que integram a sua composição, assim como o peso relativo dos mesmos relativamente a totalidade dos administradores. A investigação foi feita com base na informação disponibilizada nos relatórios e contas de cada entidade, que posteriormente foi tratada de forma a obter os indicadores necessários para se proceder à análise.

Esta dissertação encontra-se dividida em três capítulos. O primeiro capítulo, é composto pela revisão da literatura, onde são referidos os temas em estudo, começando pelo conceito de governo das sociedades, referindo os seus princípios bem como os modelos e sistemas, de seguida o conceito de “performance”, fazendo se acompanhar dos respetivos indicadores e dos seus determinantes. Para além destes temas, foram organizados, de acordo com o seu país de origem e ordem cronológica, os primeiros códigos de “Corporate governance”, e ainda no mesmo tópico, a teoria de agência. Esta revisão da literatura faz referência a vinte trabalhos científicos de temas semelhantes,

organizados numa tabela, que permite visualizar as conclusões retiradas por cada autor. Por fim é feito um enquadramento jurídico relativamente ao governo das sociedades em cada um dos países selecionados para a amostra.

O segundo capítulo é constituído pela metodologia de investigação. Para a concretização deste estudo foram selecionadas variáveis de governos das sociedades e de “performance”, que são a dimensão do conselho de administração, o número de membros independentes no conselho de administração, o peso relativo de membros independentes no conselho de administração, ROA e ROE, respetivamente. Foram utilizados métodos estatísticos para o tratamento e análise dos dados, começando pela estatística descritiva onde foram obtidos os valores médios, mínimos e máximos assim como a variância e o desvio padrão. Numa fase seguinte foram formuladas hipóteses e através dos coeficientes de correlação foi feito o devido diagnóstico. Por fim com recurso a uma regressão linear, foram consideradas novas hipóteses e posteriormente a informação foi cruzada com vista a apurar a existência de relações estatisticamente significativas entre os indicadores de governo das sociedades e rentabilidade, em cada um dos países selecionados.

No terceiro capítulo são considerados os resultados obtidos através do estudo empírico, e formuladas as devidas conclusões. Por sua vez são indicadas as limitações, e as possibilidades de estudos futuros decorrentes do mesmo tema.

Capítulo 1- Revisão da literatura

1.1 Governo das Sociedades

O conceito de “corporate governance”, apesar de ser amplamente estudado não possui uma definição que seja universalmente aceite. Não obstante a existência de diferentes opiniões na literatura, parece haver concordância relativamente ao propósito do tema, que se destina a estabelecer normas na gestão das empresas.

De acordo com Cosneanu (2013), o tema teve origem em 1992 com o surgimento do primeiro código de governança corporativa, o código Cadbury, criado por Adrian Cadbury, com 19 recomendações que se destinava a regular o mercado da bolsa de Valores de Londres.

Apesar de inicialmente não ter sido bem aceite, Long (2021) afirma que o relatório Cadbury começou a demonstrar resultados que se revelaram benéficos para as empresas. Este código estabeleceu regras básicas de gestão, sendo a sua principal função evitar escândalos financeiros e renovar a confiança do público e dos investidores nas práticas de governo das sociedades. As recomendações de Cadbury abordavam as empresas relativamente a sua estrutura, a independência, as responsabilidades do Conselho de Administração, ao controlo financeiro interno e a política de remuneração de administradores e executivos.

Contudo este tema foi ganhando visibilidade em todo o mundo até que se tornou indispensável motivando a criação de códigos de governo das sociedades à escala mundial.

No que respeita a entidades oficiais, as definições encontradas para o termo, têm algumas características muito próprias.

Conforme a OCDE (2016), “O objetivo do governo das sociedades é ajudar a construir um ambiente de confiança, transparência e responsabilidade, necessário para fomentar o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial, apoiando, assim, um crescimento mais forte e sociedades mais inclusivas.” (OCDE, 2016, P.7)

Já o World Bank (2016), considera a “corporate governance” um conjunto de normas e procedimentos seguidos pelas empresas para atingir uma determinada meta, considerando os interesses dos acionistas e os sistemas de controlo utilizados.

A CMVM ¹ aborda este tema como uma combinação de regras e códigos de conduta que se aplicam a empresas admitidas à negociação de ações, defendendo que estas normas têm como propósito o desenvolvimento das empresas e a salvaguarda dos interesses dos “stakeholders”.

Na literatura, existem diversas opiniões, embora todas elas acabem por se identificar com o mesmo propósito. Para Cosneanu (2013) a gestão corporativa consiste numa combinação de processos, para alinhar os interesses dos acionistas. Wienclaw (2021) para além de concordar com esta definição acrescenta ainda que o tema “corporate governance” permite distinguir as responsabilidades e direitos dentro da sociedade.

Ivanko (2018) defende que a CG é um conjunto de instrumentos que organizam a autoridade entre o conselho de administração, os gestores e os acionistas de forma equilibrada. O autor destaca a importância da CG para a forma como responde aos conflitos entre acionistas minoritários e gestores, e entre minoritários e acionistas que detêm o controlo da empresa.

Long (2021) assume que gestão empresarial são as políticas, procedimentos e estruturas que uma empresa utiliza para regular o seu funcionamento.

¹ CMVM, Código de Governo das Sociedades, Página 3, 2003.

1.2.1. Contexto de Governo das Sociedades

Após uma sucessão de desastres financeiros, segundo Pinheiro (2009), houve a necessidade de se criarem mecanismos que permitissem regulamentar o comportamento da gestão empresarial. Estes acontecimentos geraram um clima de instabilidade, metendo em causa a transparência e a confiança nas bolsas de valores.

O governo das sociedades foi se tornando um tema cada vez mais relevante uma vez que a globalização proporcionou aos mercados financeiros a chegada de investidores internacionais, que procuravam um clima de estabilidade e segurança para aplicar o capital.

Conforme a tabela 1, internacionalmente foram surgindo documentos e relatórios que se dedicavam exclusivamente a “corporate governance”. O Reino Unido e em França, cronologicamente foram os primeiros a abordar esta temática. Posteriormente as entidades oficiais, como a OCDE e CMVM, desenvolveram estudos e implementaram legislação.

Tabela 1 - Principais Relatórios de Governos das Sociedades.

Ano	Designação	Origem
1992	Relatório Cadbury	Reino Unido
1994	Relatório Rutteman e Relatório Greenbury	Reino Unido
1995	Relatório Vienot I	França
1999	Princípios do governo das sociedades	OCDE
	Relatório Vienot II	França
	Código Preda	Itália
	Código de Valores Mobiliários	Portugal
	Recomendações da CMVM	Portugal
2005	Adoção das IAS/IFRS	UE

Fonte: Pinheiro (2009). Adaptado.

Em 1999, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) viu a necessidade de criar um manual de boas praticas “Principles of Corporate Governance” (2004), com critérios considerados essenciais pela comunidade empresarial.

Os princípios são:

- Proporcionar uma base para um quadro de governação empresarial eficaz, nomeadamente o estabelecimento de um quadro legal e institucional para apoiar as boas práticas de governação empresarial, promovendo a ideia de mercados eficientes e transparentes;
- Proteger os acionistas e seus direitos, ou seja: o direito de participar e votar nas assembleias de acionistas e o direito de receber dividendos, o direito de primeira recusa, o direito de ser informado;
- Garantir igualdade de tratamento a todos os acionistas para proteger os acionistas minoritários e estrangeiros com maioria, esses mesmos direitos e igualmente proteger de atividade potencialmente abusivas dos gestores e dos acionistas maioritários;
- Respeitar os direitos dos “stakeholders”, funcionários, credores, fornecedores e clientes;
- Transparência e rápida divulgação da informação, em conformidade com toda a precisão e regularidade dos relatórios das atividades de gestão, financeiras, administrativas e extraordinárias;
- Definir as responsabilidades no Conselho de Administração, clarificando os métodos de nomeação, destituição e remuneração, bem como o número de membros internos e independentes.

De acordo com Cosneanu (2013) estes princípios são aceites e implementados em todas as instituições económicas consagradas mundialmente, tais como o Banco Mundial (BM), a Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (CMVM), Fundo Monetário Internacional (FMI) e a Rede Internacional de Gestão Empresarial. Em abril de 2004, foi feita uma revisão dos princípios de governança corporativa da OCDE, devido aos diferentes contextos em que os diversos países se inseriam, devido a tal, cada país desenvolveu os seus próprios regulamentos, com vista a retificar lacunas da legislação anterior, no entanto, segundo Pinheiro (2009), em 2005 a CMVM efetuou uma revisão do seu normativo, e através do Regulamento 10/2005, onde se considerou que a informação dos Relatórios & Contas, deveria seguir os padrões das normas internacionais de relato financeiro (IFRS), de modo a facilitar a comparação da informação com sociedades de outras economias.

Cosneanu (2013) afirma que em setembro de 2001 a OCDE, como principal órgão no domínio da governação corporativa, elaborou congressos regionais em colaboração com o Banco Mundial. Foi elaborado um “Livro Branco” sobre o governo das sociedades tendo em conta a região, enunciando os principais objetivos políticos e sugestões de reformas.

Em 2003, foi divulgado o Pacto de Estabilidade para o Sudeste e o Livro Branco sobre o governo das sociedades na Europa do Sul-Leste. O Livro Branco, serve como ferramenta para auxiliar na determinação de prioridades e reformas a nível nacional e regional, onde estão disponíveis recomendações práticas.

1.2.2. Governo das Sociedades em Portugal

No que diz respeito ao governo das sociedades em Portugal, existem dois grandes normativos, o código dos valores mobiliários (CVM) aprovado pelo Decreto-Lei nº 486/99 de 13 de novembro e o código das sociedades comerciais (CSC) que foi aprovado pelo decreto-lei nº 262/86, de 2 de novembro.

Segundo Silva (2006) o código das sociedades comerciais foi implantado no ano de 1986, onde se incluem os princípios e regras de direção e controlo das sociedades.

Já o código dos valores mobiliários foi instaurado em março de 2000. No seu normativo encontra-se um conjunto de mecanismos com foco nos deveres informativos, na proteção dos investidores e na regulamentação das deliberações sociais.

Todavia, desde 1999 a CMVM (comissão do mercado de valores mobiliários) emitiu diversos regulamentos e sugestões sobre a gestão empresarial, que posteriormente foram introduzidas e postas em prática no tecido empresarial português.

Os regulamentos nº6/2000 e nº4/2000 revelam ser essenciais pois determinam que as sociedades devem fornecer informações de qualidade e transparentes.

Relativamente ao código das sociedades (CSC), o seu conteúdo possui princípios e regras básicas de governo das sociedades, com maior destaque para a sua composição, competências e direitos e deveres da administração.

1.2.3. Governo das Sociedades em França

De acordo com ELAGE (2018) em 2003 o contexto jurídico em França sofreu alterações devido a adoção da Lei de Segurança Financeira (LSF). Com a adoção da nova norma, foi imposto aos Presidentes do Conselho de Administração a promulgação anual de um relatório sobre o financiamento das empresas e contas.

Segundo ELAGE (2018) até ao ano de 2008, as empresas não eram obrigadas a adotar nenhum código de governança corporativa, no entanto com a introdução da lei (DDAC) Diversas Disposições Para a Adoção do Direito das Sociedades ao Direito Comunitário, a 3 de julho de 2008, seguindo o princípio “cumprir ou explicar”, foi imposto às empresas que possuíam títulos financeiros negociados num mercado regulamentado, cumprir um código de governança corporativa ou explicar a sua não adoção.

Conforme ELAGE (2018) o código de governação empresarial AFEP-MEDEF (Associação Francesa de Empresas Privadas), surgiu em 2008, resultante da consolidação de relatórios de governação, como o relatório de Viénot 1 em 1995, posteriormente atualizado para Viénot 2, o relatório de Bouton em 2002 e do relatório AFEP-MEDEF. Neste código estão contidos princípios de gestão empresarial.

O código comercial francês (code commerce) prevê essencialmente as diversas formas de sociedade bem como algumas práticas de “corporate governance”, previsto desde o artigo L201-1 até ao L253-1, no entanto o principal destaque são os artigos L.225-37 e L.225-68, que abordam a possibilidade de escolher um código de referência.

1.2.4. Governo das Sociedades em Itália

No panorama italiano, o governo das sociedades é regido pelo código civil (código civile), pelo manual de autodisciplina (código preda) e pelo texto consolidado das disposições sobre intermediação financeira (TUF).

De acordo com o código civil, o capítulo V é dedicado as empresas, sendo previsto nele as diversas configurações que uma sociedade pode assumir bem como princípios básicos de governo. Em destaque o artigo 2325.º sobre empresas que utilizam o mercado de capital de risco, onde é decretado o cumprimento do artigo 114.º que diz respeito as comunicações ao publico, do texto consolidado das disposições sobre intermediação financeira (TUF), que prevê que as empresas devem emitir informações privilegiadas ao publico.

Em 1999 de acordo com Ranieric (2018), Itália reagiu a tendência europeia e criou o seu próprio código de governação corporativa, também conhecido como código “preda” ou código de autodisciplina. Num total de treze artigos este código dedica apenas sete a administração das empresas, destacando a definição das suas funções bem como, a composição que deve apresentar.

1.3 Mecanismos de Gestão das Sociedades

Tendo em conta FIORINIE (2016) o governo de uma sociedade funciona como um conjunto de ferramentas e mecanismos, externos e internos, que permitem exercer a sua atividade com a máxima eficiência. Tendo em consideração este conjunto de sistemas é possível distingui-los da seguinte forma:

1.3.1. Mecanismos Internos

- Conselho de Administração – a sua função inspecionar e supervisionar. Atua de forma independente sendo o seu papel o mais importante dentro de uma sociedade;
- Sistema de remuneração – a sistema de remuneração tem impacto no desempenho da empresa, é uma ferramenta que permite alinhar os interesses dos acionistas com o executivo;
- Concentração acionista – a concentração pode gerar um maior controlo e exigência de desempenho aos CA. Em contrapartida os acionistas minoritários podem sair prejudicados.

1.3.2. Mecanismos Externos

- Proteção legal dos investidores – a legislação é um fator determinante para a conformidade e integridade da relação dos acionistas com a empresa.
- Possibilidade de Venda – a venda, completa ou em parte, de uma sociedade pode resultar na destituição de administradores, o que motiva o desempenho dos mesmos. Este é considerado um mecanismo disciplinador muito influente;
- Fiscalização dos agentes de mercado – os instrumentos de fiscalização contribuem para uma maior transparência na organização;
- Estrutura de capitais – a distribuição do capital pode ser entendida como uma forma de governo. A contração de dividas exerce uma pressão adicional sobre os gestores, pela necessidade de assegurar que os fluxos de caixas permitem cumprir os compromissos assumidos, bem como assegurar a continuidade da organização e evitar o risco de falência.

1.4. Sistemas de Gestão das Sociedades

Segundo Monteiro (2006) a forma de governo de uma sociedade pode assumir duas configurações, o sistema continental, predominante na Europa e o sistema anglo-saxónico, como se verifica no Reino Unido e nos Estados Unidos da América.

O sistema anglo-saxónico possui uma estrutura propriedade dispersa, já o modelo continental, a propriedade é muito concentrada. Estes são os modelos de uso mais comum, ambos procuram adequar-se às realidades de cada economia, e fatores como a distribuição do capital e o enquadramento legal, são tidos em conta de forma a maximizar valor .

De acordo com Kusumaningias (2016) a “corporate governance” na europa pode ser aplicada de forma liberal, é possível utilizar o sistema “one-board” ou o sistema “two-board”. Em países como França, Espanha, Suíça, Portugal e Itália é utilizado o sistema “one-board” enquanto na Alemanha, Suécia e Holanda é utilizando o segundo modelo.

1.4.1 Modelo Anglo-Saxónico

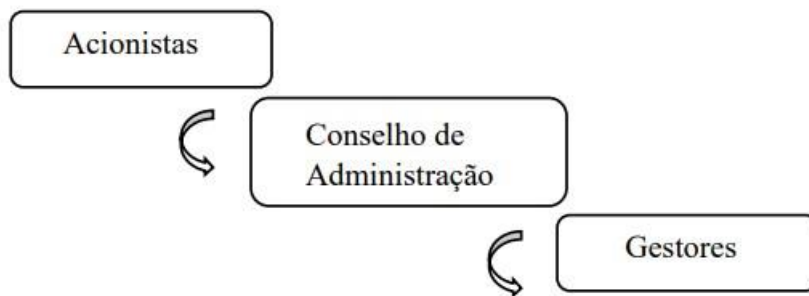
O Modelo anglo-saxónico é conhecido pela sua participação dispersa, Batista (2009) defende que o mesmo é baseado e direcionado para o lucro.

Este modelo possui apenas um órgão principal, o conselho de administração, tendo em conta a sua estrutura identifica-se como um modelo “one-tier” e a sua composição é maioritariamente por membros independentes.

De acordo com Vieira (2022) o sistema é conhecido pela sua dispersão de capital e ampla delegação na gestão de responsabilidades corporativas.

Para Cernat (2004) este modelo é caracterizado pelos seus comportamentos que tem como objetivo o lucro e o sucesso da empresa bem como dos acionistas.

Figura 1 - Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico



Fonte : Batista (2009), Adaptado.

1.4.2. Modelo Continental

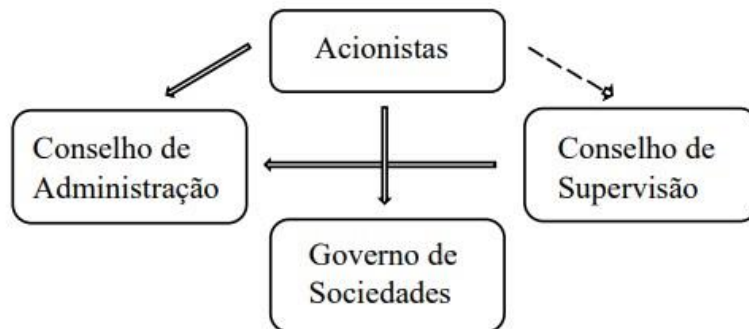
Segundo Batista (2009) este é um modelo “double-tier”, com dois órgãos na sua composição sendo um deles o conselho de supervisão ou geral e o conselho de administração. É também conhecido por lidar com o problema de agência.

Vieira (2022) assume que este também é conhecido como o modelo dualista, devido a autoridade assentar em dois órgãos de governo.

Segundo Cernat (2004) neste modelo, no momento da tomada de decisão, considera os “employees” como intervenientes mais importantes a nível empresarial, normalmente são representados pelo sindicato ou pelos conselhos de empresa.

O órgão de supervisão é constituído de forma diversa, mas na maioria dos casos os “employees” têm o direito de nomear ou recomendar vários membros para o conselho fiscal.

Figura 2 - Estrutura do Modelo Continental



Fonte: Batista (2009), Adaptado.

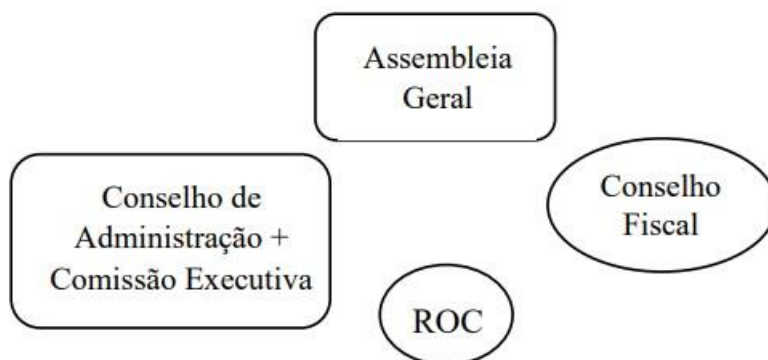
1.5 Modelos de Governo das Sociedades

1.5.1. Modelo Latino

O modelo latino, para Batista (2009) tem na sua composição três departamentos, o conselho de administração, o conselho fiscal e a assembleia geral.

Relativamente a caracterização deste modelo destaca-se por incluir o órgão de monitorização da gestão, sendo que os membros do CA podem ser destituídos se assim for decidido pela assembleia geral, bem como, a composição dos membros responsáveis pelo controlo e gestão.

Figura 3 - Estrutura do Modelo Latino



Fonte: Batista (2009), Adaptado.

1.5.2. Modelo Anglo-Saxónico

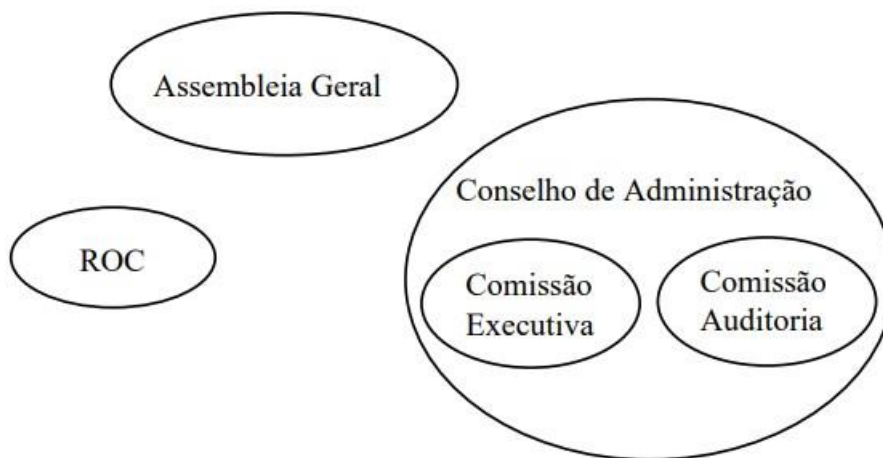
De acordo com Batista (2009) a estrutura do modelo anglo-saxónico, divide-se em três áreas, a presença do CA é transversal conforme visto anteriormente, porém o revisor oficial de contas e a assembleia geral também fazem parte da estrutura do modelo.

Cernat (2004) afirma que no sistema anglo-saxónico a propriedade de ações está amplamente distribuída e a influência dos acionistas na gestão é reduzida.

Embora com semelhanças com o modelo latino, neste contexto existe uma comissão de auditoria, que é constituída por três membros, indicados pela assembleia geral.

Os membros da comissão de auditoria só podem ser excluídos se houver justa causa, mediante uma resolução da AG e com aprovação de um tribunal, em simultâneo.

Figura 4 - Estrutura do Modelo Anglo-Saxónico



Fonte: Batista (2009), Adaptado.

1.5.3. Modelo Dualista

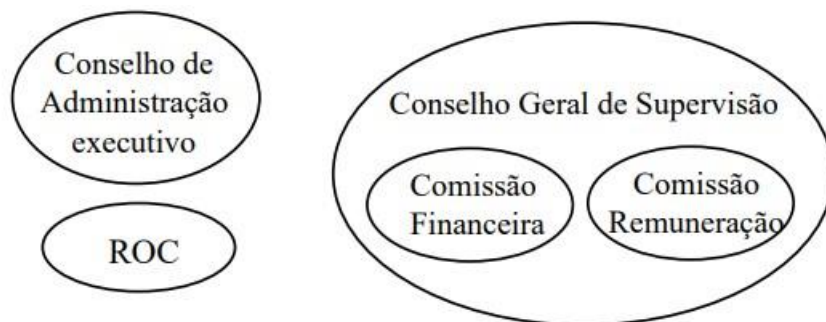
Consoante Batista (2009), o modelo dualista é constituído pelo conselho geral de supervisão, pelo conselho executivo, pelo ROC e pela assembleia geral.

Cernat (2004) defende que o modelo continental se baseia em extensas ligações de propriedade cruzada no financiamento e controlo das empresas. Neste modelo, é comum haver um grande número de ações na posse dos bancos, sendo esta, uma forma das instituições financeiras controlarem as atividades económicas que financiaram.

Neste modelo, tanto as instituições financeiras como os outros acionistas têm influência direta ou indireta na gestão. Os dividendos não são prioritários e o número de ações é limitado. Cernat (2004) afirma que a opinião dos funcionários é consultada, e valorizada, no entanto, as decisões são tomadas pelo conselho de administração.

No que respeita às características, neste modelo há uma participação limitada dos acionistas nas deliberações da gestão. Neste contexto a assembleia geral apenas pode alterar estatutos, nomear ou destituir membros do conselho de supervisão.

Figura 5 - Estrutura do Modelo Dualista



Fonte: Batista (2009), Adaptado.

1.6. Teoria de Agência

Introduzida por Jensen e Meckling na década de 70, a teoria de agência pode ser definida como uma incompatibilidade dos interesses dos acionistas. Para Raimo (2021) estas assimetrias podem resultar da falta de comunicação entre ambas as partes, originando decisões adversas que sustentam o problema de agência. Segundo Raimo (2021), este problema pode ser mitigado com a divulgação de relatórios por parte gestão, cabendo ao comité de auditoria assegurar a autenticidade dos mesmos.

Wienclow (2021) defende que os interesses de ambos não têm necessariamente de estar alinhados, no entanto podem ser criados mecanismos, a título de exemplo as comissões de vendas, que permitem ambas as partes chegarem a um acordo, proporcionando uma relação sustentável e o bem estar da empresa.

De acordo com Casaca (2020), a incongruência de interesses torna suscetível o seguimento de direções, relativamente a investimentos, que nem sempre são favoráveis para a entidade, proporcionando custos acrescidos, também denominados de custos de agência. Os membros da gestão, consoante Liu (2021), ao colocarem os seus objetivos pessoais acima dos objetivos da organização não só potenciam um aumento em termos de custos, como também proporcionam perda eficiência para a empresa, uma vez que o foco está direcionado para as metas pessoais.

A sucessão de acontecimentos relacionados com conflitos de agência motivou, de acordo com Wienclaw (2021), o estudo de um conjunto de procedimentos que atenuasse a situação sendo este o ponto de partida para a criação de mecanismos de Governo das sociedades.

1.7. Rendibilidade

O conceito de “performance” vai para além dos resultados obtidos numa sociedade durante a sua atividade, é também visto como uma ferramenta que permite avaliar a produção de rendimento perante os recursos disponíveis, comparar empresas entre si num mercado competitivo bem como impactar a tomada de decisão.

Para Teixeira (2016) o desempenho é a aptidão que uma empresa tem de criar valor utilizando os recursos disponíveis. No entanto o mesmo autor defende que o conceito serve de ferramenta para avaliação da saúde financeira, da mesma forma que permite equiparar com outras empresas do mesmo setor.

Por conseguinte, o conceito pode ser encarado como o resultado das medidas tomadas considerando a criação de valor, porém Vieira (2022), assume que, uma vez que se verifiquem conflitos de interesses e diferentes objetivos por parte dos acionistas, o desempenho é afetado.

Por outro lado, Hornungová (2016) refere que a “performance” é vista como uma ferramenta que permite à gestão ajustar a atividade empresarial da forma mais eficaz. Definindo o conceito como a habilidade de impulsionar o investimento, coordenando atividades que colaboram para o crescimento económico.

Já para Zsido (2018) a noção de “performance” não é nada mais que o alcance de objetivos definidos previamente por uma entidade considerando a rentabilidade e eficiência da mesma.

1.7.1. Indicadores de Rendibilidade Financeira

Na literatura atual diversos investigadores abordam os indicadores de “performance” como uma forma de quantificar os resultados obtidos pelas empresas. Para Ban (2020) os indicadores de desempenho são uma forma de identificar, se os objetivos organizacionais propostos pela própria entidade, produzem efeito no desempenho.

Conforme defende Wu (2020) a “performance” de uma empresa, é essencialmente medida através do seu desempenho em termos financeiros, onde são utilizados indicadores que lidam diretamente com as receitas, em concordância, Kivak (2020) aponta o retorno do capital próprio e dos ativos, o lucro líquido e a produtividade como forma de evidenciar a “performance”. Wu (2020) reforça a ideia salientando o ROA, uma vez que o mesmo permite medir a capacidade de gerar lucro conforme os ativos a disposição.

Ban (2020) para além de considerar o ROA e ROE, salienta indicadores como o EPS que mede o lucro por cada ação em circulação, obtido através da divisão do rendimento líquido pelo número de ações em circulação, o EVA que possibilita quantificar o lucro operacional real obtido pela empresa, resultante da subtração do lucro líquido depois de impostos como custo do capital investido, por fim o autor destaca o MVA, valor de mercado adicionado que mede a diferença entre o valor de uma entidade e o capital total investido.

O constante desenvolvimento e funcionamento das empresas, conforme Cai (2021), fez com que fossem considerados fatores financeiros e não financeiros para avaliar o desempenho. O “Balanced Score Card” considera todos estes aspetos, sendo um sistema de gestão de desempenho que alberga como indicadores os clientes, o funcionamento interno, a aprendizagem e o crescimento. Através do BSC são avaliados os objetivos estratégicos que permitem potencializar o desempenho.

1.7.2. Fatores que Influenciam a Rendibilidade

Tendo em conta que o desempenho empresarial pode ser afetado de forma positiva ou negativa por vários indicadores, não necessariamente racionais, a literatura atual sugere que a análise dos fatores que impactam a “performance” seja considerada permitindo a avaliação do desempenho.

Para Luís (2018) um conselho de administração com maior dimensão, pode originar problemas em termos de planeamento, ou até mesmo de comunicação, afetando negativamente a produtividade da empresa. Por outro lado, o mesmo autor defende que um conselho de administração com uma dimensão inferior é menos suscetível de problemas a nível de governo corporativo, o que promove níveis de “performance” superiores. Casaca (2020) considera este indicador fundamental para uma melhor monitorização da sociedade, sendo que um maior controlo permite atingir níveis de “performance” mais elevados.

De acordo com Yang (2022), as empresas que incluem diretores independentes na administração, irão ter um desempenho mais favorável devido ao fornecimento de recursos para a empresa que estes proporcionam, como por exemplo o aconselhamento que provem da experiência profissional pessoal, e o estabelecimento de ligações com outras empresas. Yang (2022) indica ainda que esta é também uma forma de prevenir o surgimento do problema de agência, uma vez que a sua presença no conselho de administração irá incentivar medidas de controlo mais restritivas, à semelhança com Luís (2018), o que potencia uma maior produtividade.

Além da integração de membros independentes e da dimensão do conselho de administração, Luís (2018) defende que outros indicadores podem impactar a “performance” de uma sociedade como a remuneração da gestão, a idade da empresa, o setor de atividade, a estrutura de propriedade, o endividamento, a taxa de crescimento e a sua dimensão.

1.8. Estudos Semelhantes

No quadro que se apresenta abaixo, estão agrupados diversos estudos, tendo em conta o conceito de desempenho empresarial e o governo das sociedades, assim como as devidas conclusões.

Tabela 2 - Estudos Semelhantes

Autor	Título	Conclusão
Albino (2021)	Determinantes do desempenho financeiro de empresas brasileiras e portuguesas cotadas e não cotadas na bolsa de valores	Neste estudo foram obtidos dados que permitem confirmar a existência de uma relação positiva da estrutura de capital com o desempenho financeiro no Brasil e em Portugal.
Antas (2016)	Corporate Governance e o Desempenho das Empresas Portuguesas.	Esta investigação permitiu identificar uma relação entre o crescimento e o retorno do capital próprio, evidenciando que quanto maior o crescimento da empresa em termos de volume de negócios maior será o ROE.
Campos (2015)	Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal	Nesta obra é verificada uma relação positiva das variáveis tamanho do Conselho de administração, número de membros independentes e o modelo CG com a “performance” empresarial.
Casaca (2020)	Impacto dos diretores independentes na performance das empresas cotadas no PSI20.	Neste estudo é constatado que um maior número de diretores independentes no CA evidencia uma relação negativa com a “performance”.
Gambo (2019)	Board Independence, Expertise, Foreign Board Member and Financial Performance of Listed Insurance Firms in Nigeria	A investigação registou valores que permitem relacionar, positivamente, a independência do conselho de administração, com a evolução dos resultados financeiros, utilizando o ROE e ROA como indicadores. Outras variáveis como a experiência profissional e a integração de elementos estrangeiros no CA, demonstraram-se relevantes para o desempenho.
González (2022)	Company's Financial Performance and Board of Directors Composition	Consoante os resultados, verificou-se a existência de uma relação negativa entre o número de membros no conselho de administração e o retorno do capital próprio, por outro lado no mesmo estudo o autor conclui que a independência do CA produz um efeito positivo na “performance”.

Autor	Título	Conclusão
Hemza (2020)	Board of Directors' Size and Firm Performance: Evidence from Non-Financial French Firms Listed on CAC 40	Considerando os dados obtidos, o tamanho do conselho de administração regista um comportamento positivo em relação a “performance” financeira, o autor concluí ainda que o número ideal de membros no CA é de entre 13 a 17 elementos.
Henriques (2007)	Governo das sociedades e criação de valor: Grupo Lena	O estudo permite concluir que as empresas que seguiram as recomendações da OCDE e CMVM no âmbito da gestão empresarial, obtiveram um retorno de capital próprio e de ativos superior.
Kurniawati (2020)	The Influence of Capital Structure, Company Size, Corporate Governance on Company Performance with Agency Cost as Intervening Variables.	O autor concluí que o desempenho da empresa é afetado positivamente e significativamente pela estrutura de capital e pelos custos de agência. Destacando que os custos de agência devem ser considerados pela administração com vista minimizar a influencia sobre os resultados.
Kyere (2021)	Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom.	É determinado neste estudo que a presença de membros independentes no conselho de administração bem como o tamanho do mesmo exibem resultados que influenciam o retorno dos ativos bem como o Q-Tobin. O autor defende ainda que diretores independentes são a solução para o problema de agência, explicando que através da redução de custos é possível alcançar níveis superiores de desempenho.
Li (2022)	Does the Leadership of the Board of Directors Affect Corporate Performance? Based on the Empirical Research of China's SMEs	É aferido que a independência do conselho de administração produz efeitos positivos no desempenho, destacando que em empresas de dimensão superior o impacto, embora positivo, não é tão significativo como nas pequenas empresas.
Luís (2018)	O impacto do governo das sociedades na performance financeira das empresas cotadas em bolsa de valores em Portugal.	A dimensão e a independência do conselho de administração impactam a “performance” financeira, sendo que um elevado número de membros no CA tem uma relação positiva com as variáveis ROA e ROE. Por outro lado, os membros independentes afetam de forma negativa o retorno dos ativos.
Monteiro (2019)	Governo das sociedades em Portugal : estudo sobre as empresas que compõem o PSI-20	Nesta investigação conclui-se que as empresas que integram o PSI-20 estão estruturalmente direcionadas para salvaguardar os acionistas que detêm maiores percentagens de capital. A maioria das empresas integrantes desta lista são familiares e dão preferência ao One-Tier Board.

Autor	Título	Conclusão
Nguyen (2023)	Characteristics of the Board of Directors and Corporate Financial Performance - Empirical Evidence	Nesta investigação, o autor indica que o tamanho do conselho de administração tem influência positiva nos resultados financeiros da empresa, contudo, a estrutura de capital e a dimensão da sociedade evidenciam uma relação inversa.
Nie (2020)	Ownership Structure, Corporate Governance, and Performance of Listed Companies - An Empirical Application of a Semi-Parametric Quantile Regression Model.	Através desta pesquisa foi aferido que o desempenho da empresa depende da estrutura acionista, apontando que empresas com uma propriedade acionista mais concentrada tende a ter uma melhor rentabilidade. De acordo com os resultados, a presença de membros independentes no conselho de administração produz um efeito significativo no retorno dos ativos (ROA).
Ogunsanwo (2019)	Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Nigeria.	A partir desta investigação foram recolhidos resultados que determinam que a independência do conselho de administração impacta o desempenho, medido através do ROA. Porém, foi aferido que variáveis como dimensão do órgão de administração e estrutura de capital tem efeitos negativos nos resultados das empresas.
Pereira (2013)	O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa.	De acordo com o autor nesta obra a independência do conselho de administração tem um impacto positivo no Q-Tobin. Sendo que um conselho de administração com maior registo de membros independentes terá ações com um valor de mercado superior.
Pinheiro (2009)	A relação entre o governo das sociedades e a rentabilidade das empresas cotadas na Euronext Lisboa no período entre 2003 e 2007.	Esta pesquisa permitiu identificar uma influência positiva na rentabilidade das empresas tendo em conta a dimensão do conselho de administração.
Ria (2023)	Determinant Factors of Corporate Governance on Company Performance: Mediating Role of Capital Structure.	Tendo por base os dados recolhidos nesta pesquisa o autor identifica que a teoria de agência está relacionada com a forma de governo da sociedade, apontando a estrutura de capital como um fator de influência no desempenho. Foi ainda determinado que a independência e a dimensão do CA impactam positivamente o desempenho.
Silva (2021)	Corporate Governance, estrutura de capitais e desempenho das empresas não cotadas, em Portugal.	Os Resultados deste estudo permitem constatar que a dimensão do conselho de administração influencia negativamente a “performance” financeira das empresas.

Capítulo 2 – Metodologia e Investigação

2. Metodologia

No decorrer deste capítulo é pretendido identificar a metodologia utilizada no estudo, bem como a amostra o processo de recolha de dados e objeto do mesmo. Todos estes requisitos têm em vista a obtenção de uma visão mais clara acerca do tema da dissertação, bem como a compreensão dos agentes responsáveis pela influência da “performance” das empresas cotadas em Portugal, França e Itália.

2.1. Objetivo do Estudo

No desenvolvimento deste estudo é pretendido entender a posição de 48 empresas cotadas no CAC 40 em França, no PSI 20 em Portugal e na bolsa italiana relativamente a “corporate governance”, num período compreendido entre 2016 e 2020.

A escolha destas empresas é fundamentada pela sua presença nas bolsas de valores correspondentes a sua localização, que de acordo com o enquadramento legal são obrigadas a disponibilizar informações relativamente a sua posição financeira, com transparência e qualidade, o que possibilita a obtenção de dados para a realização da investigação.

A finalidade deste estudo, é comparar através de métodos descritivos os instrumentos de gestão empresarial, entre França, Portugal e Itália e perceber quais as suas principais diferenças, distinguindo qual a economia onde são obtidos melhores resultados empresariais tendo em conta as políticas utilizadas.

Deste modo, será tido em consideração o número de membros no conselho de administração, o número de membros independentes no conselho de administração e o peso relativo dos membros independentes no conselho de administração.

2.2. Definição da Amostra

A amostra é composta por empresas cotadas em bolsa, no contexto português, francês e italiano. Foram tidas em consideração 48 organizações, no caso de Portugal foram utilizadas as empresas cotadas do PSI 20 (Portuguese stock index) disponíveis na Euronext Lisboa, em França as entidades cotadas que integram o CAC 40 (Cotation assiste en continu) de acordo com a Euronext Paris e na Itália foram selecionadas as maiores marcas italianas cotadas na Euronext Milão.

As empresas selecionadas dizem respeito ao conteúdo das tabelas seguintes:

Tabela 3 - Empresas cotadas na Bolsa em França (CAC 40).

Air Liquide, S.A.
Alstom, S.E.
Atos, S.E.
AXA, S.A.
Bnp Paribas, S.A.
Bouygues, S.A.
Carrefour, S.A.
Engie, S.A.
Hermès International, S.A.
Kering, S.A.
Legrand, S.A.
Lvmh, S.E.
Michelin, S.A.
Pernod Ricard, S.A.
Publis Groupe, S.A.
Renault, S.A.

Tabela 4 - Empresas Cotadas na Bolsa em Portugal (PSI 20)

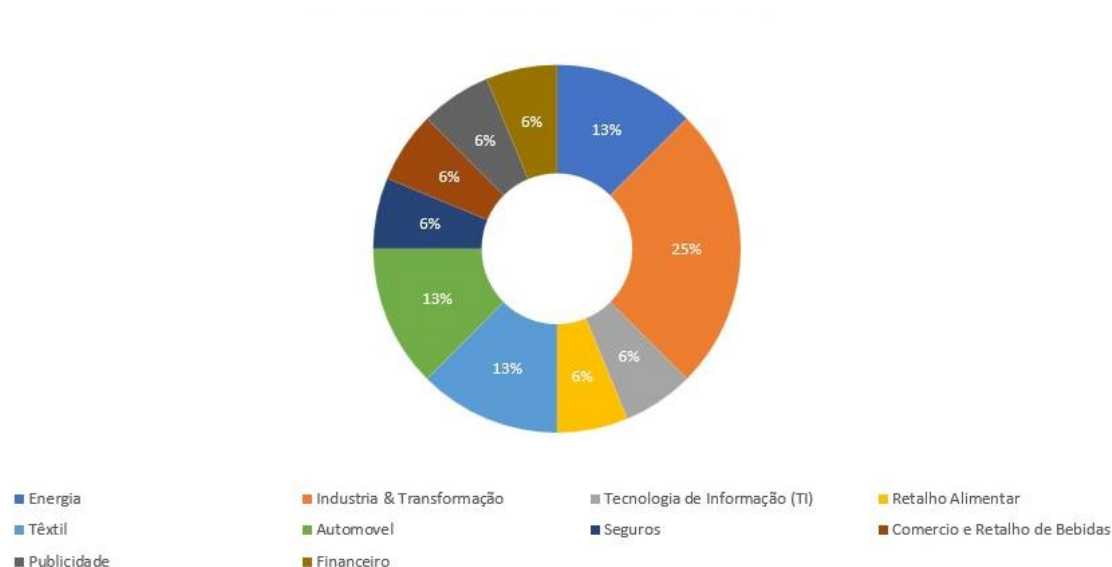
Altri SGPS, S.A.
COFINA SGPS
Corticeira Amorim SGPS, S.A.
CTT-Correios de Portugal, S.A.
EDP - Energias de Portugal, S.A.
EDP Renováveis, S.A.
Galp Energia SGPS, S.A.
Impresa SGPS, S.A.
Jerónimo Martins SGPS, S.A.
Sonae SGPS
Nos SGPS, S.A.
Nova Base SGPS,S.A.
F. Ramada Investimentos SGPS, S.A.
REN - Redes Energéticas Nacionais SGPS,S.A.
Semapa, SGPS
Merlin Properties Socimi, S.A.

Tabela 5 - Empresas Cotadas na Bolsa em Itália

Aeffe, S.p.A.
Autogrill, S.p.A.
Brunello Cucinelli, S.p.A.
Campari, S.p.A.
De'Longhi, S.p.A.
Elica, S.p.A.
Ferrai, S.p.A.
F.I.L.A. - Fabbrica Italiana Lapis ed Affini S.p.A.
Moncler, S.p.A.
Ovs, S.p.A.
Piaggio & C., S.p.A.
Pininfarina S.p.A.
PIQUADRO
Pirelli & C., S.p.A.
Salvatore Ferragamo, S.p.A.
Tod's S.p.A.

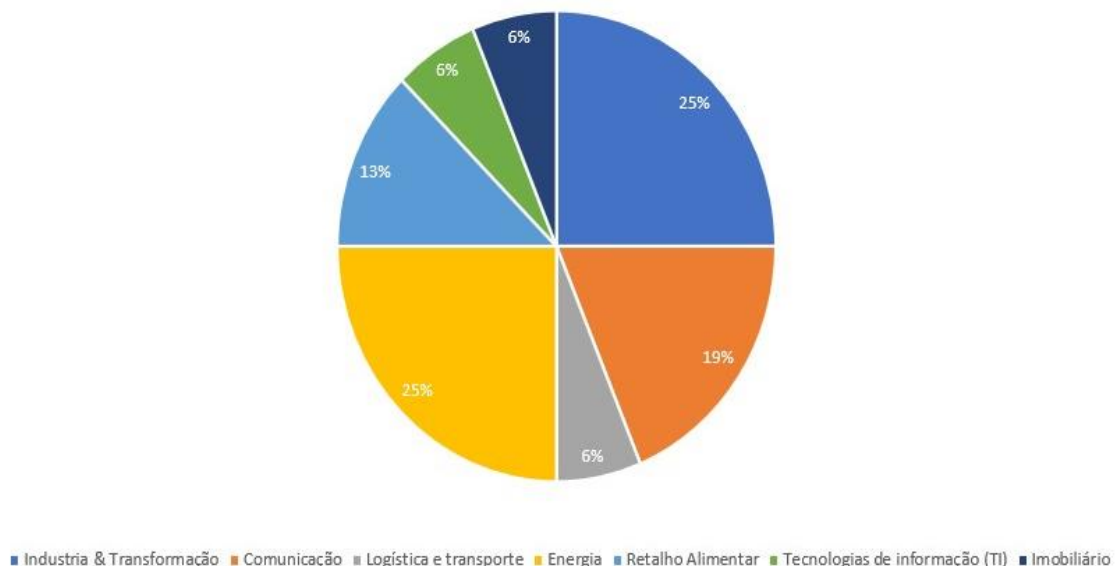
Esta amostra inclui empresas que atuam nas diversas indústrias e mercados europeus, o que corresponde a diferentes setores de atividade conforme descrito nos gráficos das figuras 6, 7 e 8.

Figura 6 - Empresas por Setor de Atividade Cotadas em França



Em França existem 4 setores que têm maior destaque, nomeadamente o setor da transformação que diz respeito a 25% da amostra, representado por quatro empresas que são a Bouygues, S.A., Hermès International, S.A., Legrand, S.A. e a Pernod Ricard, S.A., o setor têxtil que simboliza 13% da amostra através das sociedades Lvmh, S.E. e Kering, s.a., o setor energético com 13% integrando a Air Liquide, S.A. e a Engie, S.A. e, por fim, o setor automóvel com a mesma percentagem de 13% composto pela Michelin, s.a. e Renault, S.A. Os outros setores correspondem a percentagens inferiores, mais propriamente 6% da amostra. No setor das Tecnologias de informação inclui-se a empresa Atos, S.E., no setor do retalho alimentar a Carrefour, S.A., nos seguros a Axa, S.A., no comercio e retalho de bebidas a Pernod Ricard, S.A. e no financeiro o Bnp Paribas, S.A.

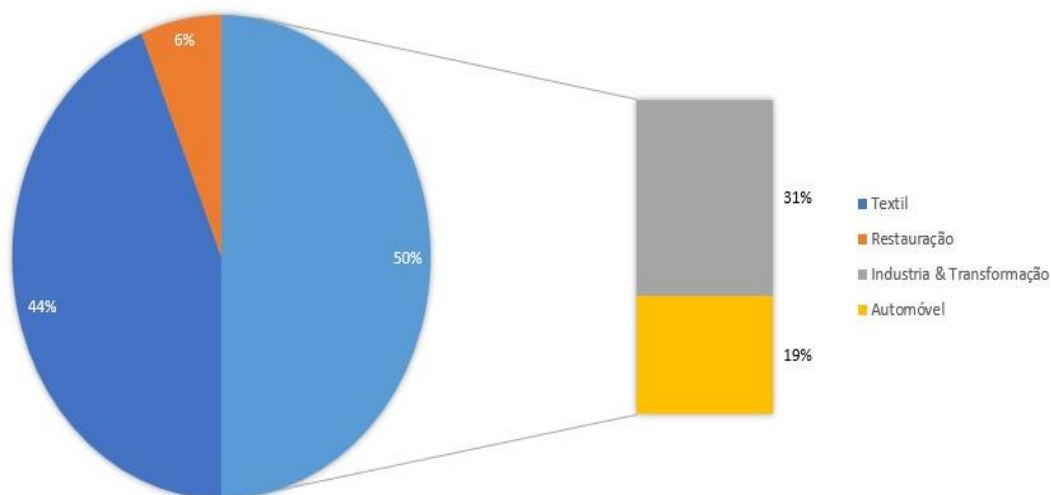
Figura 7 - Empresas por Setor de Atividade Cotadas em Portugal



Numa outra perspetiva, em Portugal existem dois setores que se salientam, o da energia com 25% do valor total da amostra considerando empresas como a Edp, S.A., a Edp Renováveis, S.A., a Galp Energia SGPS, S.A. e a Ren – Redes Energéticas Nacionais SGPS, S.A., e o da indústria & transformação com a mesma percentagem de 25% onde estão incluídas as empresas Altri SGPS, S.A., Corticeira Amorim SGPS, S.A., F.Ramada Investimentos SGPS, S.A. e Semapa SGPS, S.A.

Contudo o setor da comunicação, apesar de menor, demonstra alguma robustez assumindo 19% das sociedades observadas integrando a Cofina SGPS e a Nos SGPS, S.A. O setor da logística e transporte, assim como os restantes, simboliza 6% das observações e inclui apenas os CTT – Correiros de Portugal, S.A. Relativamente as tecnologias a Nova Base SGPS, S.A. é a única organização do setor, bem como o setor imobiliário representado pela Merlim Properties Socimi, S.A.

Figura 8 - Empresas por Setor de Atividade Cotadas em Itália



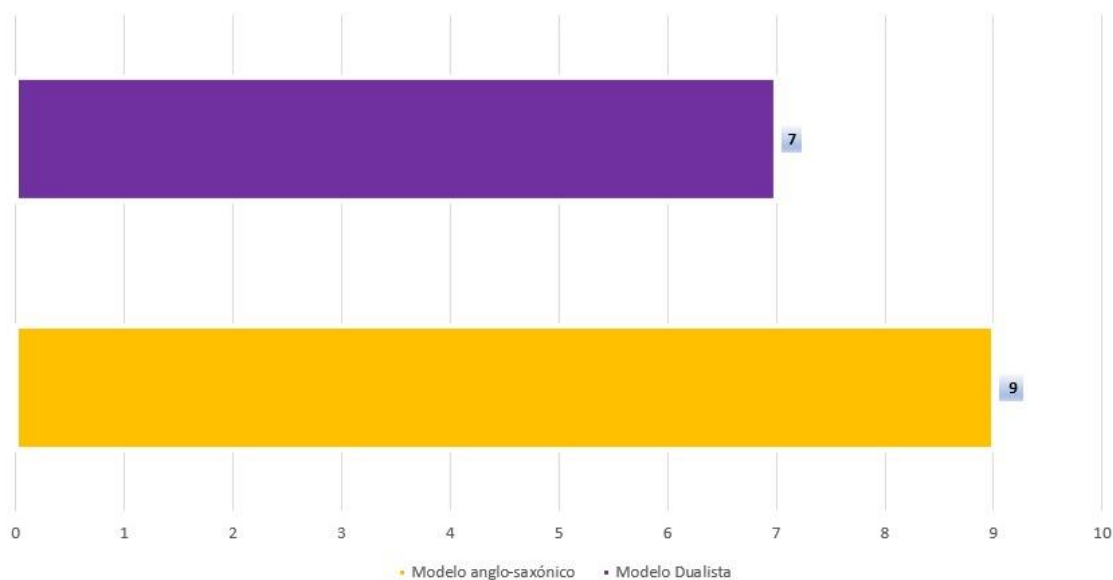
Na Itália, tendo em conta as empresas selecionadas o setor têxtil predomina com 44% das observações. Este setor inclui as sociedades Aeffe , S.p.A., Brunello Cucinelli, S.p.A., De'longhi, S.p.A., Ovs, S.p.A., Piquadro, Salvatore Ferragamo, S.p.A., Tod's, S.p.A.

Contrariamente à economia portuguesa e francesa onde o setor da indústria & transformação está normalmente com maior evidência, nesta fração, apenas 31% das empresas integram o setor, equivalente a 4 entidades, a Campari, S.p.A., Elica, S.p.A., F.I.L.A- Fabbrica Italiana Lapis ed Affini, S.p.A., Moncler, S.p.A. e a Pininfarina, S.p.A., no entanto, é o segundo setor com mais empresas.

Relativamente ao setor automóvel, 19% das instituições representam o setor onde se inclui a Pirelli & c, S.p.A., Piaggio & c, S.p.A. e a Ferrari, S.p.A. O setor da restauração expressa a menor percentagem, apenas 6% dos dados recolhidos, remete para uma única entidade a Autogrill, S.p.A.

2.3. Modelos de Gestão das Sociedades

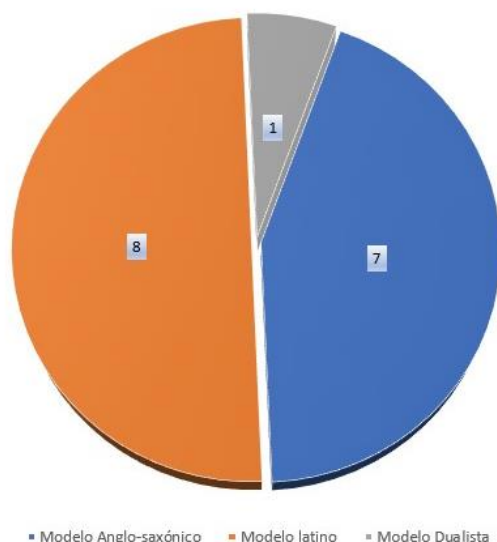
Figura 9 - Modelos de Governo das Sociedades em França



O modelo de governo corporativo na França, tendo em conta a amostra selecionada, é maioritariamente anglo-saxónico e está representado por 9 empresas num total de 16, nomeadamente a Air liquide, S.A., Atos, S.E., Bouygues, S.A., Carrefour, S.A., Kering, S.A., Legrand, S.A., Pernod Ricard, S.A., Lvmh, S.E., e a Renault, S.A.

Relativamente ao modelo dualista, a representação é de 7 empresas, apesar de apresentar um número inferior ao modelo anglo-saxónico, é ainda assim muito utilizado pelas sociedades francesas. É utilizado por empresas como: Alstom, S.E. Axa, S.A. Bnp Paribas, S.A. Engie, S.A. Hermès International, S.A. Michelin, S.A., e Publis Groupe, S.A.

Figura 10 - Modelos de Governo das Sociedades em Portugal

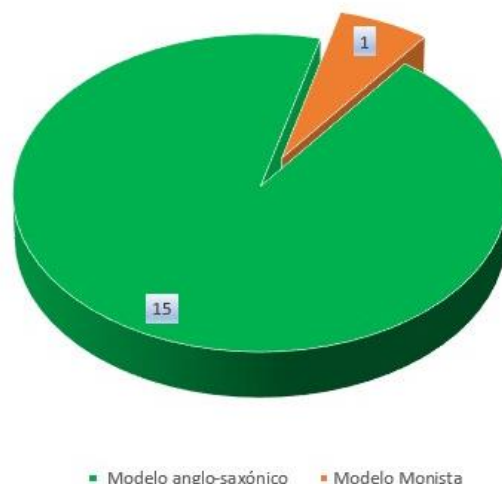


Tendo em conta o contexto português, das três economias selecionadas é o país que apresenta maior diversidade de modelos. Perante a amostra recolhida o modelo latino é o mais utilizado, com 8 empresas das 16 selecionadas. As empresas que utilizam o modelo latino são: Altri SGPS, S.A., Cofina SGPS, Corticeira Amorim SGPS, S.A., Galp Energia SGPS, S.A., Sonae SGPS, F. Ramada Investimentos SGPS, S.A. e Semapa, SGPS.

O modelo dualista é o que assume menor representação nesta amostra, com apenas uma sociedade, sendo ela a Edp - Energias de Portugal, S.A.

O modelo Anglo-saxónico, diante da amostra recolhida, é o segundo mais utilizado pelas sociedades portuguesas, refletindo-se em 7 das 16 empresas. As sociedades que utilizam este modelo são: CTT- Correios de Portugal, S.A., Edp Renováveis, S.A., Impresa SGPS, S.A., Jerónimo Martins SGPS, S.A., Nos SGPS, S.A., Nova Base SGPS, S.A., Ren - Redes Energéticas Nacionais SGPS,S.A. e a Merlin Properties Socimi, S.A.

Figura 11 - Modelos de Governo das Sociedades em Itália



Na economia italiana, grande parte das sociedades utilizam o modelo anglo-saxónico, contudo, uma empresa utiliza o modelo monista.

Relativamente ao modelo anglo-saxónico, 15 das 16 empresas utilizam o modelo como referência na sua governação, essas sociedades são: Aeffe, S.p.A., Autogrill, S.p.A., Brunello Cucinelli, S.p.A., Campari, S.p.A., De'longhi, S.p.A., Elica, S.p.A., F.i.l.a. - Fabbrica Italiana Lapis ed, Affini S.p.A., Moncler, S.p.A., Ovs, S.p.A., Piaggio & c., S.p.A., Pininfarina S.p.A., Piquadro, Pirelli & c., S.p.A, Salvatore Ferragamo, S.p.A., Tod's S.p.A.

Todavia o modelo monista é também utilizado na Itália, embora com menor afluência, apenas a Ferrari, S.p.A, nesta amostra, emprega o modelo.

2.4. Variáveis do Estudo

Para a concretização deste estudo foram utilizadas variáveis como a rendibilidade dos ativos, rendibilidade do capital próprio, número de membros no conselho de administração, número de membros independentes no conselho de administração e o peso relativo dos membros independentes no conselho de administração.

2.4.1. ROA – Rendibilidade dos Ativos

O ROA – “Return On Assets” ou o retorno do ativo, é um rácio importante que tende a atrair investidores e “stakeholders”, devido ao seu conteúdo representar a rentabilidade da empresa.

De acordo com Soutes (2006) o cálculo do ROA demonstra a capacidade que uma empresa possui para gerar lucro.

Ornelas (2020) defende que o cálculo do retorno sobre os ativos tem como finalidade visualizar a eficiência que a gestão de uma organização possui na utilização dos seus ativos.

Sunaryo (2011) afirma que os analistas e investidores utilizam o ROA para comparar empresas do mesmo ramo de atividade permitindo determinar a eficiência da administração. Este é um índice explicativo da “performance” da empresa e segundo Sunaryo (2011) quanto maior for o ROA maior a capacidade de gerar lucros e vice-versa. Este é um índice que pode ser determinante relativamente a postura de um investidor.

A fórmula que permite o rácio do ROA consiste na divisão do EBITDA pelo ativo total:

$$ROA = \frac{Ebitda}{Ativo Total}$$

2.4.2. ROE – Rendibilidade dos Capitais Próprios

O ROE – “Return On Equity” ou a rendibilidade do capital é um índice que serve para medir a rendibilidade obtida pelos proprietários (acionistas), pelos detentores de ações preferências sem voto, bem como dos proprietários de ações ordinárias.

De acordo com Sunaryo (2011) o ROE é o retorno sobre o capital que foi aplicado pelos acionistas. Sunaryo (2011) defende ainda que este indicador serve como uma ferramenta que permite medir o retorno que os proprietários da empresa obtiveram, sendo utilizado pelos investidores, não só para determinar a quantidade de lucro obtido, bem como a quantidade de tempo que o valor investido irá demorar a ser recuperado.

Segundo Fahmi (2019) a informação obtida a partir deste rácio é habitualmente utilizada por acionistas para comparar empresas no mercado financeiro e determinar se a gestão de custos é eficaz relativamente aos seus investimentos.

Oglesby (2007) afirma que o valor do ROE diz respeito ao pagamento anual dos investidores e que o mesmo é extremamente relevante para os acionistas.

O ROE é calculado com base na divisão do resultado líquido pelo capital próprio, conforme mostra a seguinte fórmula:

$$ROE = \frac{\textit{Resultado Líquido}}{\textit{Capital Próprio}}$$

2.4.3. Número de Membros no Conselho de Administração

A dimensão do conselho de administração corresponde ao total de membros inseridos no conselho de administração da empresa. Perante esta variável será permitido observar se existe alguma conexão entre o desempenho de uma organização e a quantidade de elementos no conselho de administração.

Cambrea (2022) defende que o papel que o conselho de administração desempenha é essencial na governação corporativa, defendendo que uma administração útil e competente evita problemas de agência, que podem se traduzir em perdas de rendibilidade financeira.

Consoante Tejerina & Fernández (2021) o conselho de administração desempenha um papel importante devido a ser uma ferramenta de controlo para a empresa.

A variável em questão foi estudada por autores como Dalton (1999) onde o mesmo afirma que o número de membros influencia a capacidade de extração de recursos orçamentais e de alavancagem de financiamento externo de uma empresa.

Para Jarboui (2020) um maior número de membros no CA ajuda a reduzir o problema de agência e proporciona uma melhor gestão devido à probabilidade de admitir administradores mais experientes e qualificados para lidar com possíveis adversidades. Porém um elevado número de membros está suscetível a problemas de coordenação, que se refletem no deterioramento da “performance”.

Para Zubeltzu (2020) um conselho de administração com um maior número de membros afeta positivamente a “performance” financeira de uma sociedade, no entanto, Vecco (2021) discorda, afirmando que esta condição proporciona efeitos negativos para a “performance” financeira. Liang (2021) defende que um menor número de membros no conselho de administração proporciona benefícios em termos de “performance”.

2.4.4. Número de Membros Independentes no Conselho de Administração

O número de membros independentes no conselho de administração como o próprio nome indica corresponde à quantidade de membros que integram CA e são independentes.

Wang (2021) descreve os membros independentes como indivíduos autónomos que integram a gestão de uma empresa.

Dalton (1999) afirma que a quantidade de membros independentes no conselho de administração potencia a “performance” financeira das empresas.

Para Fauster & Cladera (2022) o número de membros independentes é visto como uma mais valia na “performance” financeira das entidades visto que, a experiência individual de cada individuo acrescenta valor e beneficia o processo de tomada de decisão.

Porém, Ferreira (2007) afirma que um conselho de administração menos independente possui vantagens para o interesse dos acionistas visto que a informação está toda concentrada e dependente dos gestores.

A eventualidade de um membro do conselho de administração desempenhar as mesmas funções em empresas distintas, segundo Tejenino-Caite (2021) é visto como uma mais valia, permitindo a transmissão de conhecimentos e informações valiosas para o desenvolvimento empresarial, porém a participação em várias empresas pode também ser uma desvantagem, devido a ocupação excessiva que se traduz na negligência nas funções de supervisão.

Para Jarwal (2021) a existência de diretores independentes, proporciona a utilização de boas práticas de governo das sociedades, o que incentivam e transmite confiança aos investidores. A presença de membros independentes de acordo com Jarwal (2021), não só torna uma empresa mais atrativa como também soluciona o problema de agência, devido ao espírito crítico dos órgãos independentes relativamente ao conselho de administração.

2.4.5. Peso Relativo dos Membros Independentes no Conselho de Administração

O peso relativo dos membros independentes no conselho de administração consiste numa comparação entre a variável que mede o número total de membros no conselho de administração, NCA, relativamente a quantidade de diretores independentes presentes no governo de uma sociedade.

De acordo com Pinheiro (2009), o peso relativo dos membros independentes no conselho de administração é a proporção de indivíduos que se consideram independentes relativamente ao número total de membros.

Segundo Huang (2018) um maior número de diretores independentes no conselho de administração potência um maior controlo e uma redução dos custos de agência.

Tabela 6 - Variáveis em Estudo.

Variável	Descrição	Formula	Autores
ROA	Rendibilidade do Ativo	$ROA = \frac{Ebitda}{Ativo\ Total}$	Casaca (2020); Luís (2018); Ogunsanwo (2019); Nie (2020); Pinheiro (2009); Silva (2021); Albino (2021); Ria (2023); Gambo (2019); Henriques (2007).
ROE	Rendibilidade do Capital Próprio	$ROE = \frac{Resultado\ Liquido}{Capital\ Próprio}$	Luís (2018); Henriques (2007); Antas (2016); Pinheiro (2009); Silva (2021); Albino (2021); González (2022); Gambo (2019).
%NCI	Peso Relativo do Número de Membros Independentes no Conselho de Administração	$\%NCI = \frac{NCI \times 100}{NCA}$	Casaca (2020); Pinheiro (2009); Campos (2015); Pereira (2013).
NCI	Número de Membros Independentes no Conselho de Administração	-	Casaca (2020); Luís (2018); Pinheiro (2009); Nie (2020); Campos (2015); Pereira (2013); Ria (2023); Gambo (2019); Ogunsanwo (2019); Li (2022).
NCA	Número de Membros no Conselho de Administração	-	Pinheiro (2009); Luís (2018); Campos (2015); Albino (2021); Ria (2023); Hemza (2020); Ogunsanwo (2019); Nie (2020); González (2022); Nguyen (2023).

2.5. Estatística Descritiva

2.5.1. França

Tabela 8 - Dimensão do Conselho de Administração em França

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
NCA16	16	9	19	13,2500	3,1091	9,6667
NCA17	16	8	19	13,5625	3,0761	9,4625
NCA18	16	10	19	14,0625	3,1721	10,0625
NCA19	16	8	18	13,0000	2,8048	7,8667
NCA20	16	8	17	13,1875	2,4281	5,8958

Os dados obtidos revelam que em França o número médio de membros do conselho de administração, ao longo dos 5 anos estudados, foi em grande parte do tempo 13 membros, com exceção do ano de 2018 onde se verificou um ligeiro aumento para 14 membros que posteriormente voltou a ser corrigido para a média anterior.

Relativamente a sua dimensão, a mesma compreende-se num valor mínimo de 8 e um máximo de 19, valores estes que se mostraram inconstantes, havendo flutuações do número mínimo para 9 e 10 membros e no número máximo de 17 a 18 membros.

O desvio padrão assume valores de aproximadamente 3,1 e 2,8. Tais resultados demonstram que nos 3 primeiros anos houve alguma diferença no erro, porém o mesmo fixou-se num valor de 3,1. Nos últimos dois anos foram assumidos valores diferentes dos atribuídos anteriormente, passando para um erro de 2,4. Tais resultados traduzem-se numa variabilidade do número de membros no conselho de administração com alguma relevância.

A variância ao longo do período estudado mostrou valores com alguma oscilação. O número de membros no conselho de administração ao longo do período estudado variou entre 5,9 e 10,1.

Tabela 7 – Número de Membros Independentes no Conselho de Administração em França

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
NCI16	16	3	12	7,9375	2,2648	5,129
NCI17	16	5	11	7,7500	1,8439	3,400
NCI18	16	5	10	7,9375	1,6919	2,863
NCI19	16	4	11	7,6250	1,7078	2,917
NCI20	16	4	11	7,9375	1,9138	3,663

Em média o número de membros independentes no conselho de administração, no período compreendido entre 2016 e 2020, foi constante, assumindo importâncias entre 7.6 e 7.9.

Verificou-se uma ligeira diminuição no número máximo, que era inicialmente de 12 membros no ano de 2016 e em 2018 foi de 10 membros, nos anos seguintes estabilizou-se em 11 membros.

O desvio padrão, anotou valores relativamente semelhantes, com um decréscimo desde o ano de 2016 até 2018, já nos períodos seguintes houve um aumento pouco significativo. A variância, apura um comportamento semelhante ao do desvio padrão com uma quebra dos valores até 2018 e de seguida um ligeiro aumento.

Tabela 8 - Peso Relativo dos Membros Independentes no Conselho de Administração em França.

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
%NCI16	16	0,2500	0,9090	0,6114	0,1653	0,0273
%NCI17	16	0,3846	0,7777	0,5829	0,1224	0,0149
%NCI18	16	0,3846	0,8000	0,5750	0,1171	0,0137
%NCI19	16	0,4444	0,7777	0,5927	0,1020	0,0104
%NCI20	16	0,4615	0,8181	0,6016	0,0992	0,0098

De acordo com a tabela acima, é possível observar que entre o ano de 2016 e 2018 existe uma diminuição do peso relativo dos membros do conselho de administração, já no período de 2019 a 2020 esta tendência inverte-se. Com base na informação, é possível afirmar que durante os 5 anos analisados a percentagem de membros independentes no conselho de administração foi entre 57,5% e 61%.

Tabela 9 - Retorno dos Ativos em França

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
ROA16	16	0,0096	0,2584	0,1067	0,0765	0,0059
ROA17	16	0,0362	0,2470	0,1168	0,0687	0,0047
ROA18	16	0,0227	0,2547	0,1077	0,0560	0,0031
ROA19	16	0,0279	0,1917	0,0834	0,0676	0,0046
ROA20	16	-0,0688	0,1565	0,0317	0,0646	0,0042

A rendibilidade do ativo (ROA), demonstra valores médios relativamente constantes nos três primeiros anos, 2016 a 2018, Porém, nos últimos dois anos da análise o valor médio assume uma tendência descendente, evidenciando uma quebra de grandes proporções no retorno para último período analisado.

No que diz respeito ao desvio padrão e a variância, estes indicadores apresentam valores inconstantes, mas com uma interpretação equiparada a média.

Tabela 10 - Retorno dos Capitais Próprios em França

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
ROE16	16	-0,0857	0,9047	0,1392	0,2171	0,0471
ROE17	16	-0,0298	0,2429	0,1166	0,3809	0,0046
ROE18	16	-0,0337	0,2642	0,1131	0,0838	0,0070
ROE19	16	0,0005	0,2335	0,1262	0,0698	0,0049
ROE20	16	0,3175	0,5555	0,0978	0,1720	0,0296

A rentabilidade dos capitais próprios (ROE) atinge valores médios semelhantes durante período de análise. Desde o ano de 2016 até 2018 observou-se uma diminuição, todavia o ano de 2019 há um aumento que por sua vez resultou de uma queda mais acentuada no ano de 2020 apontando o menor valor registado.

A variância e o desvio padrão denotam valores que não apresentam nenhum movimento específico.

As oscilações verificadas, tanto no retorno do capital próprio como no retorno dos ativos, eram de certa forma previsíveis devido a introdução de novas reformas de cariz fiscal e social pelo governo francês, que desencadeou diversos movimentos, como a “crise dos coletes amarelos” em 2018, que tinham como objetivo combater o aumento generalizado dos impostos nos produtos energéticos e combustíveis fósseis, uma vez que estas medidas provocaram o aumento do custo de vida e conseqüentemente a diminuição do poder de compra.

2.5.2. Itália

Tabela 11 - Dimensão do Conselho de Administração em Itália

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
NCA16	16	7	17	10,6250	2,9411	8,6500
NCA17	16	7	15	10,7500	2,4631	6,0667
NCA18	16	7	15	10,8750	2,5000	6,2500
NCA19	16	7	15	10,5625	2,6825	7,1958
NCA20	16	7	17	10,8750	2,8953	8,3833

A Dimensão do conselho de administração, revela-se com um valor médio de 10 membros ao longo dos 5 anos analisados, no entanto existe uma movimentação crescente, embora pouco destacada.

O número mínimo e máximo de membros compreende-se entre 7 e 17 membros, respetivamente, o que permite afirmar que a dimensão do conselho de administração possui valores bastante heterogéneos.

O desvio padrão apresenta o valor mais alto em 2016, e nos anos seguintes foi variando num mínimo de 2,4 e máximo de 2,8. Contudo a variância assume valores altos, com principal destaque para o ano de 2016 e 2020.

Tabela 12 - Número de Membros Independentes no Conselho de Administração em Itália

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
NCI16	16	0	8	3,9375	2,0807	4,3292
NCI17	16	0	7	4,1250	1,9621	3,8500
NCI18	16	0	8	4,4375	2,0646	4,2600
NCI19	16	0	8	4,2500	2,0817	4,3333
NCI20	16	0	9	4,8125	2,4554	6,0292

O número de membros independentes no conselho de administração no contexto italiano aponta valores médios com tendência a ascendentemente, no ano de 2016 apresentou o valor médio menor de todos os períodos, de 3,94 e em 2020 o maior, apontando um número médio de 4,81 membros independentes.

O número máximo de membros está compreendido num intervalo de 7 a 9, no entanto em todos os anos estudados o mínimo de membros independentes registou valores nulos. O que se traduz na inexistência de membros independentes na administração das empresas estudadas.

O desvio padrão não possui um plano linear ao longo do estudo, havendo algumas flutuações que por sua vez se refletem na variância. Entre 2016 e 2017 há uma diminuição da variância, de seguida desde 2017 até 2020 um aumento, com destaque para o último ano com um aumento para 6,03.

Tabela 13 - Peso Relativo dos Membros Independentes no Conselho de Administração em Itália

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
%NCI16	16	0	0,5714	0,3789	0,1726	0,0298
%NCI17	16	0	0,6250	0,3919	0,1691	0,2861
%NCI18	16	0	0,625	0,4162	0,1764	0,0311
%NCI19	16	0	0,7142	0,4093	0,1868	0,0349
%NCI20	16	0	0,7500	0,4432	0,2003	0,0401

Através dos resultados obtidos é possível admitir que o número médio de membros no período de 2016 até 2020 aumentou, à semelhança dos valores obtidos anteriormente.

No ano de 2016 em média 37,9 % dos membros do CA eram independentes, já no ano de 2020 o número médio cresceu para 44,3%.

Tabela 14 - Retorno dos Ativos em Itália

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
ROA16	16	0,0096	0,2584	0,1067	0,0765	0,0059
ROA17	16	0,0362	0,2470	0,1168	0,0687	0,0047
ROA18	16	0,0227	0,2547	0,1077	0,0560	0,0031
ROA19	16	0,0279	0,1917	0,0834	0,0676	0,0046
ROA20	16	-0,0688	0,1565	0,0317	0,0646	0,0042

A rendibilidade do Ativo, no que diz respeito a média, tem uma tendência negativa, com exceção do ano de 2017. Em 2018 houve uma diminuição pouco

significativa, mas durante os anos seguintes continuou a diminuir, sendo a redução mais drástica em 2020.

Os valores máximos e mínimos, possuem alguma amplitude com realce para 2020 onde o valor mínimo negativo é de 0,069 e o valor máximo positivo de 0,16.

No que diz respeito ao desvio padrão verifica-se uma tendência decrescente, sendo o valor mais baixo registado em 2018. A variância assume valores no mesmo sentido, atingindo o valor de 0,0031 como limite inferior.

Tabela 15 - Retorno dos Capitais Próprios em Itália

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
ROE16	16	-0,0919	1,2120	0,2059	0,3203	0,1026
ROE17	16	-0,0725	0,6830	0,1396	0,1707	0,0291
ROE18	16	-0,1167	0,5796	0,1212	0,1571	0,0247
ROE19	16	-0,5916	0,4693	0,1093	0,2380	0,0566
ROE20	16	-1,2606	0,3403	-7,6815	30,2710	0,1453

A rentabilidade do capital próprio, a semelhança do ROA possui uma amplitude elevada, destacando o ano de 2020 onde o valor mínimo é de -1,26 e o máximo de 0,34 . Em termos médios, os valores anotados seguem uma direção descendente, realçando o ano de 2020 onde a média é -7,68.

O desvio padrão não tem uma tendência, todavia em 2020 o erro é de 30,27 o que explica uma variância superior no ano em questão comparativamente aos restantes. Considerando os resultados, é de salientar que a economia Italiana até 2015 vivenciou um período de instabilidade e de recessão económica, provocado pela corrupção que desencadeou o aumento da dívida pública bem como níveis de desemprego elevados. A fraca capacidade de gerar rendimentos e uma elevada carga fiscal, são exemplos de fatores que estão na origem do problema. O ano de 2020 ficou marcado pela pandemia do Covid-19, que deteriorou fortemente ao sistema financeiro. Em suma, em Itália o clima económico, no qual se inclui o intervalo analisado não é o mais favorável, sendo este um fator explicativo para os resultados obtidos.

2.5.3. Portugal

Tabela 16 - Dimensão do Conselho de Administração em Portugal

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
NCA16	16	4	19	10,0625	4,6971	22,0625
NCA17	16	4	19	10,2500	4,7117	22,2000
NCA18	16	5	19	10,4375	4,2422	17,9958
NCA19	16	5	19	10,6250	4,1613	17,3167
NCA20	16	6	19	11,3750	3,9137	15,3167

Em Portugal a média de membros no conselho de administração, desde o ano de 2016 tem vindo a aumentar embora de forma ligeira, em 2020 houve um aumento mais acentuado, com um valor médio de 11,4.

Desde 2016 o número mínimo de elementos no conselho de administração, registou uma movimentação crescente passando de um limite de 4 para 6 membros, respetivamente, no ano de 2020. Já o limite máximo fixou-se nos 19 membros em todo o horizonte temporal.

O desvio padrão assinalou uma inclinação decrescente ao longo do estudo, à exceção de 2017 que se distinguiu com um aumento subtil, já o valor mais baixo foi registado em 2020. O mesmo efeito sentiu-se na variância.

Tabela 17 - Número de Membros Independentes no Conselho de Administração em Portugal

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
NCI16	16	0	10	3,3750	3,3441	11,1833
NCI17	16	0	10	3,3750	3,1385	9,8500
NCI18	16	0	8	3,1250	2,7779	7,7167
NCI19	16	0	8	3,0625	2,8395	8,0625
NCI20	16	0	8	3,1250	2,5788	6,6500

Os membros independentes, em valores médios de 2016 até 2017 foi constante, porém evidenciou-se uma quebra no intervalo de 2018 a 2019, e um aumento em 2020, no geral houve uma diminuição do número médio de elementos independentes.

O número máximo de elementos independentes sofreu um decréscimo no ano de 2018 que desde então se manteve. No entanto a informação obtida dá a conhecer que no universo temporal estudado existe sociedades sem quaisquer membros independentes.

O desvio padrão aponta valores no sentido descendente, com um valor mínimo de 2,57 em 2020, a variância tem o mesmo comportamento começando com um valor de 11,18 e terminando com 6,65, que se explica pelas oscilações apontadas pelo número total de membros independentes no conselho de administração.

Tabela 18 - Peso Relativo do Número de Membros Independentes no Conselho de Administração em Portugal

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
%NCI16	16	0	0,7778	0,2896	0,2586	0,0669
%NCI17	16	0	0,7778	0,2896	0,2586	0,0669
%NCI18	16	0	0,7778	0,2756	0,2522	0,0636
%NCI19	16	0	0,6667	0,2632	0,2395	0,0574
%NCI20	16	0	0,6000	0,2593	0,2013	0,0405

De acordo com a tabela 18, o peso relativo dos elementos independentes no conselho de administração tem vindo a diminuir, conforme os dados obtidos na tabela anterior.

No ano de 2016, em média 29% do conselho de administração era composto por elementos independentes, porém no ano de 2020 o número médio passou a ser de apenas 25% no seguimento da análise já efetuada relativa ao número de membros independentes no conselho de administração.

O desvio padrão e a variância registam o menor valor no ano de 2020, assumindo uma diminuição constante ao longo do quinquénio.

Tabela 19 - Retorno dos Capitais Próprios em Portugal

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
ROE16	16	0,0740	0,5358	0,1718	0,1250	0,0156
ROE17	16	0,2700	0,2532	0,1296	0,0658	0,0043
ROE18	16	0,0084	0,3729	0,1128	0,0814	0,0066
ROE19	16	-0,0134	0,2163	0,0970	0,0819	0,0067
ROE20	16	0,0191	0,388	0,1242	0,1157	0,0134

A rendibilidade do capital próprio (ROE) apresenta valores médios com uma diminuição gradual no período analisado, no entanto, em 2020 verificou-se um aumento, pouco acentuado, em virtude de uma diminuição no ano transato. No que diz respeito aos valores máximos e mínimos há uma grande diferença, salientando o ano de 2019 que tem maior amplitude.

A variância indica discrepâncias nos valores que permite afirmar que foram obtidas diferentes rendibilidades de capital próprio entre as empresas no período de análise.

Tabela 20 - Retorno dos Ativos em Portugal.

VARIAVEL	NºObs	MIN	MAX	MEAN	Std Deviation	Variance
ROA16	16	0,0330	0,2701	0,0653	0,0653	0,0043
ROA17	16	0,0110	0,1063	0,0462	0,0278	0,0008
ROA18	16	0,0440	0,1303	0,3761	0,0307	0,0009
ROA19	16	-0,0441	0,0799	0,0324	0,0296	0,0009
ROA20	16	0,0066	0,1805	0,0414	0,4494	0,0020

A rendibilidade do ativo não apresenta uma média constante que permita assumir uma tendência, porém em 2019 há um decréscimo acentuado passando de 0,37 para 0,032. Existe, à correspondência com a análise anterior, uma amplitude elevada entre os valores máximos e mínimos registados. Há uma diminuição elevada entre 2016 e 2017, variando de 0,0043 para 0,0008, o que explica uma diversidade na rendibilidade dos ativos das empresas selecionadas na amostra. Ainda assim, o nível de rendibilidade em 2018 e 2019 é bastante idêntico. A variabilidade dos resultados assinalados em Portugal explica-se pela fase de recuperação que o país enfrenta após um período de grande recessão económica.

2.6. Análise Bivariada

2.6.1. Hipóteses da Investigação

A análise bivariada permite observar o comportamento de duas variáveis e determinar se existe uma relação entre si. De acordo com Pinheiro (2009) a análise bivariada possibilita apurar se existe relação causa/efeito entre duas variáveis. Para este estudo foi utilizada a correlação linear de Spearman.

Foram formuladas 3 hipóteses, cada uma com 2 subalíneas que são as seguintes:

Tabela 21 - Hipóteses

H1	A performance financeira de uma empresa e o número de membros independentes no conselho de administração tem uma relação positiva.
H1.1	A rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e o número de membros independentes no conselho de administração tem uma relação positiva.
H1.2	A rentabilidade dos ativos (ROA) e o número de membros independentes no conselho de administração tem uma relação positiva.
H2	A performance financeira de uma empresa e o número de membros no conselho de administração tem uma relação positiva.
H2.1	A rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e o número de membros no conselho de administração tem uma relação positiva.
H2.2	A rentabilidade dos ativos (ROA) e o número de membros no conselho de administração tem uma relação positiva.
H3	A performance financeira de uma empresa e o peso relativo de membros independentes no conselho de administração tem uma relação positiva.
H3.1	A rentabilidade dos capitais próprios (ROE) e o peso relativo de membros independentes no conselho de administração tem uma relação positiva.
H3.2	A rentabilidade dos ativos (ROA) e o peso relativo de membros independentes no conselho de administração tem uma relação positiva.

2.6.2. Correlação - França

Tabela 22 - Coeficientes de Correlação França 2016

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.0118	1.0000			
NCI	0.2289	0.0940	1.0000		
NCA	-0.2219	-0.3306	0.4936	1.0000	
PNCI	0.4018	0.3870	0.4566	-0.4993	1.0000

Tabela 23 - Coeficientes de Correlação França 2017

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.2618	1.0000			
NCI	0.1229	0.0569	1.0000		
NCA	-0.2209	-0.1690	0.6556	1.0000	
PNCI	0.5037	0.2268	0.4322	-0.3222	1.0000

Tabela 24 - Coeficientes de Correlação França 2018

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	-0.3265	1.0000			
NCI	-0.2549	0.3179	1.0000		
NCA	-0.5226	0.5226	0.6770	1.0000	
PNCI	0.3321	-0.1506	0.2807	-0.4257	1.0000

Tabela 25 - Coeficientes de Correlação França 2019

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	-0.0618	1.0000			
NCI	-0.2074	0.0616	1.0000		
NCA	-0.5587	0.1040	0.6508	1.0000	
PNCI	0.4318	0.0855	0.4760	-0.3016	1.0000

Tabela 26 - Coeficientes de Correlação França 2020

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	-0.0824	1.0000			
NCI	-0.0403	0.5359	1.0000		
NCA	-0.2133	0.1954	0.6170	1.0000	
PNCI	0.2300	0.4214	0.7267	-0.0647	1.0000

Considerando a informação recolhida sobre as empresas cotadas na bolsa de valores francesa, é possível observar a correlação entre os indicadores selecionados. No ano 2016, existe uma relação com significância estatística, entre a variável retorno do ativo (ROA) e número de membros independentes no conselho de administração. No horizonte temporal de 2017 e 2019, o comportamento entre as variáveis mencionadas anteriormente repetiu-se.

Na tabela 26, os coeficientes de correlação alcançados, explicam uma relação, embora negativa, entre a variável de “performance” financeira ROE e o número de membros independentes no conselho de administração.

Os resultados obtidos evidenciam relações estatisticamente significativas entre as variáveis de desempenho e as variáveis de governo das sociedades, sugerindo que quanto maior o número de elementos independentes no órgão administrativo, maior será o retorno dos capitais próprios bem como dos ativos. Estas conclusões foram também obtidas por Luís (2018), Pinheiro (2009) e Casaca (2020). Tendo em conta os dados obtidos as hipóteses H1, H1.1 e H1.2. estão validadas em França.

2.6.3. Correlação – Itália

Tabela 27 - Coeficientes de Correlação Itália 2016

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.4294	1.0000			
NCI	0.1461	0.0924	1.0000		
NCA	0.3314	0.4829	0.3788	1.0000	
PNCI	-0.0399	-0.1860	0.7854	-0.1834	1.0000

Tabela 28 - Coeficientes de Correlação Itália 2017

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.5382	1.0000			
NCI	0.0925	-0.0493	1.0000		
NCA	0.3920	0.3755	0.3493	1.0000	
PNCI	-0.1192	-0.2693	0.8261	-0.1662	1.0000

Tabela 29 - Coeficientes de Correlação Itália 2018

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.3971	1.0000			
NCI	-0.1149	0.0612	1.0000		
NCA	0.1764	0.2758	0.3053	1.0000	
PNCI	-0.1913	-0.1601	0.7827	-0.2197	1.0000

Tabela 30 - Coeficientes de Correlação Itália 2019

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.3294	1.0000			
NCI	-0.1783	0.2158	1.0000		
NCA	0.1015	0.4209	0.3559	1.0000	
PNCI	-0.2958	0.0029	0.8442	-0.1471	1.0000

Tabela 31 - Coeficientes de Correlação Itália 2020

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.7206	1.0000			
NCI	-0.2128	0.0670	1.0000		
NCA	-0.0734	0.1153	0.4871	1.0000	
PNCI	-0.0162	0.0251	0.7773	-0.0211	1.0000

No que concerne as empresas selecionadas para amostra de Itália, as tabelas supracitadas ilustram os resultados obtidos.

Em 2016 a variável rendibilidade dos capitais próprios (ROE) assumiu valores que permitem identificar uma relação com o peso relativo dos membros independentes no conselho de administração. Ainda no mesmo ano, a variável número de membros independentes no conselho de administração e a rendibilidade dos ativos demonstram uma relação estatisticamente significativa.

No ano de 2017, o número de membros independentes no conselho de administração manifestou resultados estatisticamente significativos, que permitiram observar uma relação negativa, com a rendibilidade dos ativos (ROA). A rendibilidade dos capitais próprios, conforme a tabela 28, aponta resultados que sugerem ser positivamente favoráveis, quando o número de membros independentes no conselho de administração é maior.

Os dados obtidos em 2018 a semelhança de 2017, apontam para uma relação entre rendibilidade dos ativos e o número de membros independentes no conselho de administração, com significância.

Em 2019 o peso relativo dos membros independentes no conselho de administração e a rendibilidade dos ativos (ROA) comprovam a existência de uma relação estatisticamente significativa. Por fim o número de membros no CA afeta, negativamente o retorno do capital próprio a semelhança dos resultados apontados por Casaca (2020). Considerando os resultados obtidos é possível validar as hipóteses H1.1., H1.2., H2.1., H3.1, H3.2, em Itália.

2.6.4 Correlação - Portugal

Tabela 32 - Coeficientes de Correlação Portugal 2016

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.8412	1.0000			
NCI	-0.3224	-0.3689	1.0000		
NCA	-0.3173	-0.3690	0.7608	1.0000	
PNCI	-0.2330	-0.2719	0.8507	0.4626	1.0000

Tabela 33 - Coeficientes de Correlação Portugal 2017

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.8771	1.0000			
NCI	-0.1713	-0.1339	1.0000		
NCA	-0.2749	-0.2049	0.7758	1.0000	
PNCI	0.0344	0.0120	0.8794	0.5150	1.0000

Tabela 34 - Coeficientes de Correlação Portugal 2018

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.6794	1.0000			
NCI	-0.6018	-0.4562	1.0000		
NCA	-0.5044	-0.3743	0.6574	1.0000	
PNCI	-0.4836	-0.2985	0.9018	0.4039	1.0000

Tabela 35 - Coeficientes de Correlação Portugal 2019

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.7388	1.0000			
NCI	-0.5285	-0.5439	1.0000		
NCA	-0.6185	-0.5192	0.6304	1.0000	
PNCI	-0.2571	-0.3202	0.9033	0.3639	1.0000

Tabela 36 - Coeficientes de Correlação Portugal 2020

	ROE	ROA	NCI	NCA	PNCI
ROE	1.0000				
ROA	0.9559	1.0000			
NCI	-0.1955	-0.1567	1.0000		
NCA	-0.4487	-0.3808	0.6053	1.0000	
PNCI	0.0059	0.0325	0.8794	0.2461	1.0000

Considerando a amostra com as empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa, as tabelas acima exibem os coeficientes de correlação entre as variáveis em estudo.

De acordo com a tabela 36, no ano de 2020 a rentabilidade dos ativos (ROA) e a rentabilidade do capital próprio (ROE) evidenciaram um relacionamento com a variável que indica o peso relativo de membros independentes, com significância. Quanto maior for a percentagem de administradores independentes no CA, maior será a rentabilidade tanto dos ativos como do capital próprio. Nos anos de 2016, 2017, 2018 e 2019 não foi obtido qualquer valor estatisticamente significativo. Contudo, esta informação permite validar as hipóteses H3.1 e H3.2., à semelhança do que foi apurado por Batista (2009), em Portugal.

2.6.5. Análise Global

Em suma, nas três economias analisadas, as variáveis dependentes demonstram estar de certa forma relacionadas com os restantes indicadores, embora haja evidencia de relações negativas, a maioria dos resultados indicam sinais positivos.

A independência dos membros CA demonstrou ser o principal elo de ligação, sendo notada em Portugal e Itália a sua influência através do indicador que mede a percentagem dos mesmos, já em França salientou-se o número elementos na administração das sociedades. Estes resultados podem se explicar pela capacidade que os administradores independentes têm de executar conexões entre as empresas, fomentando empreendimentos conjuntos entre as mesmas, o que leva a um aumento da rentabilidade do capital próprio e dos ativos.

Verifica-se que, as variáveis dependentes não estão vinculadas entre si, de forma consistente, ao longo de todos os períodos de análise, o que demonstra fragilidades na correlação. Todavia é explicado pela distinção entre os rácios utilizados, uma vez que são efetuados com base em itens diferentes.

A partir destes resultados foram formuladas novas hipóteses que conduzem a uma regressão linear.

2.7. Regressão Linear

2.7.1. Hipóteses da Investigação

Tabela 37 - Hipóteses Regressão Linear

H0	O governo das sociedades e a performance financeira das empresas possuem uma relação positiva.
H1	O número de membros no conselho de administração e a performance financeira das empresas possuem uma relação positiva.
H1.1	O número de membros no conselho de administração e a rendibilidade dos ativos (ROA) possuem uma relação positiva.
H1.2	O número de membros no conselho de administração e a rendibilidade dos capitais próprios (ROE) possuem uma relação positiva
H2	O número de administradores independentes no conselho de administração e a performance financeira das empresas possuem uma relação positiva.
H2.1	O número de administradores independentes no conselho de administração e a rendibilidade dos ativos (ROA) possuem uma relação positiva.
H2.2	O número de administradores independentes no conselho de administração e a rendibilidade dos capitais próprios (ROE) possuem uma relação positiva.
H3	A percentagem de administradores independentes no conselho de administração e a performance financeira das empresas possuem uma relação positiva.
H3.1	A percentagem de administradores independentes no conselho de administração e a rendibilidade dos ativos (ROA) possuem uma relação positiva.
H3.2	A percentagem de administradores independentes no conselho de administração e a rendibilidade dos capitais próprios (ROE) possuem uma relação positiva.

2.7.2. Regressão Linear França

Tabela 38 - Teste VIF França

Variable	VIF	1/VIF
NCA	1.12	0.892337
PNCI	1.12	0.892337
Mean VIF	1.12	

Uma vez que o quadro que representa o fator de inflação da variância (VIF) denota valores que não ultrapassam o valor de 10, pelo que se confirma a inexistência de problemas relacionados com a multi-colinearidade do modelo.

Figura 12 - Teste Durbin-Watson França

$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{Existe correlação} \\ H_1: \text{Não existe correlação} \end{array} \right.$

```
. estat dwatson
```

```
Durbin-Watson d-statistic( 9, 80) = 1.679583
```

O teste de Durbin-Watson apresenta um valor de 1,67, o que significa que o P-value é superior a 5% e o modelo não apresenta problemas de autocorrelação. Não rejeitamos a hipótese nula e a Covariância é diferente de zero.

Tabela 39 - Regressão Linear França

Ano	Variável Dependente	Variável independente	R2	R2 Ajustado	Coef.	Std. Error	T	P-Value
2016	ROA	NCA	0,21	0,08	-0,2571	5,0990	-0,0500	0,9610
		PNCI			-0,0654	0,2490	-0,2600	0,7970
		7,5643			4,6815	1,6200	0,1300	
2017	ROE	NCA	0,01	-0,1417	0,1717	0,4195	0,4100	0,6890
		PNCI			0,0053	0,0205	-0,2600	0,7990
		0,0624			0,3852	0,1600	0,8740	
2018	ROA	NCA	0,07	-0,08	4,2229	7,1550	0,5900	0,5650
		PNCI			-0,1866	0,2967	-0,6300	0,5400
		2,9124			7,4538	0,3900	0,7020	
2019	ROE	NCA	0,15	0,02	0,0300	0,1522	0,2000	0,8470
		PNCI			-0,0018	0,0063	-0,2900	0,7750
		0,1914			0,1585	1,2100	0,2490	
2020	ROA	NCA	0,28	0,17	-0,8728	3,2947	-0,2600	0,7950
		PNCI			0,2640	0,1307	2,0200	0,0650
		-0,2872			3,5378	-0,0800	0,9370	
2019	ROE	NCA	0,15	0,02	0,2689	0,1882	1,4300	0,1770
		PNCI			-0,0105	0,0075	-1,4100	0,1820
		-0,0135			0,2021	-0,0700	0,9480	
2019	ROA	NCA	0,12	-0,02	-3,3295	5,2993	-0,6300	0,5410
		PNCI			0,1489	0,2224	0,6700	0,5150
		7,7847			6,1110	1,2700	0,2250	
2020	ROE	NCA	0,21	0,09	0,1951	0,1532	1,2700	0,2250
		PNCI			-0,0098	0,0064	-1,5200	0,1510
		0,0985			0,1767	0,5600	0,5870	
2020	ROA	NCA	0,41	0,32	-7,7499	4,1291	-1,8800	0,0830
		PNCI			0,2482	0,2089	1,1900	0,2560
		14,0354			5,1113	2,7500	0,0170**	
2020	ROE	NCA	0,05	-0,10	0,3327	0,3791	0,8800	0,3960
		PNCI			-0,0153	0,0192	-0,8000	0,4400
		-0,0554			0,4693	-0,1200	0,9080	

**A correlação é significativa ao nível de 0,05

Tabela 40 - Stepwise França

Ano	Variável Dependente	Variável independente	R2	R2 Ajustado	Coef.	Std. Error	T	P-Value	D-watson
2020	ROA	PNCI	0,0905	0,0788	6,1591	2,2110	2,79	0,007	1,1916

Resultados Obtidos em França

Tendo em conta as 80 observações consideradas para a elaboração da regressão, que representam o quinquénio das 16 empresas selecionadas, foi definido um intervalo de confiança de 95%.

Atendendo os resultados obtidos na regressão linear, de 2016 até 2019 não existe qualquer variável com significância estatística. Por outro lado, no ano de 2020 a variável dependente (ROA) rendibilidade dos ativos, apontou um relacionamento com a variável peso relativo dos membros independentes no conselho de administração, com um resultado estatisticamente significativo a 5%, à semelhança dos resultados obtidos por Pinheiro (2009) e Casaca (2020). O modelo tem uma capacidade explicativa de 0,4103 medida pelo R².

Procedeu-se através do método de stepwise, que consiste na exclusão das variáveis que não possuem significância estatística. Assim sendo, foram removidas as variáveis ROE, rendibilidade dos capitais próprios e NCA, dimensão do conselho de administração de todos os anos em questão ficando apenas a rendibilidade dos ativos e a percentagem de membros independentes no conselho de administração no ano de 2020.

Tendo em conta a significância estatística das variáveis ROA e PNCI em 2020, foram obtidos resultados conclusivos.

Deste modo, é possível observar que o R² do modelo passa para 9%. A percentagem de membros independentes no conselho de administração tem uma relação positiva com a rendibilidade dos ativos assumindo um P-value com valor estatisticamente significativo a 1% (0,007). O teste de Durbin-Watson apresenta um valor de 1,19, ou seja, não rejeitamos a hipótese nula e o P-value é superior a 5%, desta forma não apresenta problemas de autocorrelação. Contudo, o modelo obtido apresenta valores que transmitem uma fraca capacidade explicativa.

Valida-se a hipótese H3.1.

2.7.3. Regressão Linear Itália

Tabela 41 - Teste VIF Itália.

Variable	VIF	1/VIF
NCA	1.02	0.978629
PNCI	1.02	0.978629
Mean VIF	1.02	

Em virtude do quadro supra, que mede o fator de inflação da variância (VIF), os resultados obtidos não apontam um valor médio superior a 10, o que por sua vez confirma que o modelo não possui problemas com a multi-colinearidade.

Figura 13 -Teste Durbin-Watson Itália

$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{Existe correlação} \\ H_1: \text{Não existe correlação} \end{array} \right.$

```
. estat dwatson
```

```
Durbin-Watson d-statistic( 9, 79) = 1.577204
```

No teste de Durbin-Watson os resultados foram de 1,58, explicando que o P-value é superior a 5% o que permite excluir a presença de problemas de autocorrelação e por sua vez não rejeitar a hipótese nula. Tais resultados permitem concluir que a covariância possui um valor diferente de zero.

Tabela 42 - Regressão Linear Itália.

Ano	Variável Dependente	Variável independente	R2	R2 Ajustado	Coef.	Std. Error	T	P-Value
2016	ROA	NCA PNCI	0,1453	0,0138	0,0096 -0,0177	0,0067 0,1156	1,4200 -0,1500	0,1780 0,8800
	ROE	NCA PNCI	0,1493	0,0185	0,0174 -0,5993	0,0283 0,4831	0,6200 -1,2400	0,5490 0,2370
2017	ROA	NCA PNCI	0,0981	-0,0407	0,0070 -0,0555	0,0075 0,1098	0,9300 -0,5100	0,3670 0,6220
	ROE	NCA PNCI	0,2754	0,1639	0,0198 -0,3832	0,0167 0,2445	1,1800 -1,5700	0,2580 0,1410
2018	ROA	NCA PNCI	0,0422	-0,1051	0,0043 -0,0124	0,0062 0,0881	0,7000 -0,1400	0,4990 0,8191
	ROE	NCA PNCI	0,2371	0,1197	-0,0029 -0,4408	0,0156 0,2210	-0,1900 -1,9900	0,8530 0,0670**
2019	ROA	NCA PNCI	0,1195	-0,0160	0,0084 -0,0152	0,0066 0,0954	1,2800 -0,1600	0,2240 0,8760
	ROE	NCA PNCI	0,1210	-0,0143	-0,0546 -0,3719	0,0325 0,4697	-1,6800 -0,7900	0,1170 0,4430
2020	ROA	NCA PNCI	0,0020	-0,1516	0,0003 -0,0132	0,0061 0,0894	0,0600 -0,1500	0,9540 0,8850
	ROE	NCA PNCI	0,2079	0,0861	-0,0546 -0,3719	0,0325 0,4697	-1,6800 -0,7900	0,1170 0,4430

***A correlação é significativa ao nível de 0,1

Tabela 43 - Stepwise Itália.

Ano	Variável Dependente	Variável independente	R2	R2 Ajustado	Coef.	Std. Error	T	P-Value	D-watson
2020	ROE	PNCI	0,2350	0,1804	-0,4318	0,2082	-2,5700	0,0570	1,5478

Resultados Obtidos em Itália

Para um universo de 16 empresas foram registadas 80 observações correspondentes aos 5 anos definidos na amostra. Para esta análise foi estabelecido um intervalo de confiança de 95%.

Em Itália, no período de 2016 até 2017 não houve qualquer variável com valores significativos, porém no ano de 2018, houve um resultado significativo, entre a Rendibilidade dos capitais próprios e o peso relativo dos membros independentes do conselho de administração. A relação mostrou-se significativa estatisticamente com um P-value de 10% (0,0670) e um poder explicativo (R^2) de 0,24 . Nos anos seguintes de 2019 e 2020 não houve dados relevantes para o estudo. Assim podemos afirmar que o conselho de administração com maior número de órgãos independentes oferece um melhor desempenho empresarial, sendo isto explicado pela rendibilidade dos capitais próprios. Estes resultados, comparam-se aos obtidos por Luís (2018).

Através da execução do método de stepwise foram obtidos os valores observados na tabela 43.

O teste de Durbin-Watson anotou um valor 1,54 pelo que não rejeitamos a hipótese nula. Desta forma não se verificam problemas de autocorrelação. No que concerne a significância estatística o p-value é de 0,0570 mantendo-se a 10%. O poder explicativo do modelo é de 24%, à semelhança dos dados anteriores, o que indica que a rendibilidade dos capitais próprios é explicada em 24% pelo peso relativo de membros independentes no conselho de administração.

Valida-se a hipótese H3.2.

2.7.4. Regressão Linear Portugal

Tabela 44 - Teste VIF Portugal.

Variable	VIF	1/VIF
NCA	1.10	0.905912
PNCI	1.10	0.905912
Mean VIF	1.10	

Portugal à semelhança dos resultados anteriores, evidencia montantes inferiores a 10 no valor da média do fator de inflação da variância (VIF), assegurando a ausência de problemas com a multi-colinearidade.

Figura 14 -Teste Durbin-Watson Portugal

$\left\{ \begin{array}{l} H_0: \text{Existe correlação} \\ H_1: \text{Não existe correlação} \end{array} \right.$

```
. estat dwatson
```

```
Durbin-Watson d-statistic( 8, 80) = 1.466299
```

O P-value é superior a 5% visto que o teste de Durbin-Watson atinge 1,58, o que exclui a existência de problemas de autocorreção. Não se rejeita a hipótese nula e a covariância é diferente de zero.

Tabela 45 - Regressão Linear Portugal

Ano	Variável Dependente	Variável independente	R2	R2 Ajustado	Coef.	Std. Error	T	P-Value
2016	ROA	NCA	0,1042	-0,0336	-0,003	0,0398	-0,7700	0,4560
		PNCI			-0,411	0,0724	-0,5700	0,5800
	ROE	NCA	0,135	0,0019	-0,0091	0,0075	-1,2200	0,2420
		PNCI			-0,0229	0,1364	-0,1700	0,8690
2017	ROA	NCA	0,1826	0,0569	-0,0018	0,0015	-1,1800	0,2610
		PNCI			-0,0211	0,0288	-0,7300	0,4760
	ROE	NCA	0,1323	-0,0012	-0,0037	0,0038	-0,9800	0,3440
		PNCI			-0,0416	0,0703	-0,5900	0,5640
2018	ROA	NCA	0,1888	0,064	-0,0029	0,0018	-1,5900	0,1350
		PNCI			-0,0088	0,0314	-0,2800	0,7820
	ROE	NCA	0,1521	0,0217	-0,007	0,005	-1,4000	0,1850
		PNCI			-0,0208	0,085	-0,2500	0,8100
2019	ROA	NCA	0,5256	0,4526	-0,005	0,0014	-3,5500	0,0040*
		PNCI			-0,0065	0,0246	-0,2700	0,7930
	ROE	NCA	0,5189	0,4449	-0,0145	0,0039	-3,6800	0,0030*
		PNCI			0,0278	0,0686	0,4100	0,6920
2020	ROA	NCA	0,1605	0,0313	-0,0041	0,003	-1,4000	0,1860
		PNCI			-0,0221	0,5841	-0,3800	0,7110
	ROE	NCA	0,229	0,1104	-0,0135	0,0074	-1,8200	0,0920
		PNCI			-0,0409	0,1441	-0,2800	0,7810

*A correlação é significativa ao nível de 0,01

Tabela 46 - Stepwise Portugal.

Ano	Variável Dependente	Variável independente	R2	R2 Ajustado	Coef.	Std. Error	T	P-Value	D-watson
2019	ROE	NCA	0,5128	0,478	-0,0141	0,0037	-2,84	0,0020	1,27
2019	ROA	NCA	0,5230	0,4889	-0,0051	0,0013	-3,92	0,0023	1,30

Resultados Obtidos em Portugal

A tabela 45 apresenta os valores obtidos a partir das 80 observações num grupo de 16 empresas, tendo sido considerado um intervalo de confiança de 95%.

Em Portugal, é de salientar que no ano de 2019 verificou-se que o número de membros do conselho de administração tem uma relação, com significância estatística a 5%, em ambas as variáveis dependentes utilizadas, confirmando que a dimensão do CA afeta positivamente a “performance” financeira das sociedades em termos de retorno dos capitais próprios e dos ativos, conforme Ria (2023) havia comprovado através da sua análise.

De seguida foi feita a análise através do método Stepwise, excluindo os resultados sem relevância, a semelhança com do que foi feito para a França. Foi considerado então a rendibilidade dos capitais próprios e rendibilidade dos ativos, variáveis dependentes e o número de membros no conselho de administração, no ano de 2019.

Tendo com conta a análise feita com a ROE, foi obtido um valor de 51% no R². Este resultado permite afirmar que a dimensão do conselho de administração explica 51% do modelo. A variável tem um nível de significância a 1%, com um p-value de 0,0020.

Considerando a ROA, os resultados obtidos foram muito semelhantes, porém, a capacidade explicativa é superior em 1 ponto percentual. O nível de significância é de igual modo 1%, mas o p-value é ligeiramente superior (0,0023).

No geral, os valores alcançados nesta análise demonstram que existe uma relação entre as variáveis estudadas.

Valida-se as hipóteses H1.1 e H1.2.

Capítulo 3 – Resultados

3.1. Discussão de Resultados e Conclusão

Com vista a atingir os objetivos que se propuseram neste estudo, no presente capítulo será feita uma síntese onde se enquadram todos os resultados obtidos, percorrendo os diversos métodos utilizados.

Os principais objetivos foram verificar a existência de relações entre a “performance” financeira das empresas considerando a estrutura do conselho de administração, utilizando uma amostra em Portugal, França e Itália e verificar se os resultados obtidos possibilitam identificar semelhanças entre si.

A amostra selecionada aborda diversos setores de atividade, tendo em conta a diversidade existente salienta-se em França o setor da transformação que diz respeito a 25% do total, de seguida em Portugal o setor energético, que lidera o grupo selecionado com a mesma percentagem que na França e por fim, em Itália, representado por 44% da amostra, o setor têxtil.

Considerando o modelo de governo das sociedades utilizado, constatou-se que tanto em França como em Itália o mais utilizado é o modelo Anglo-Saxónico e em Portugal o modelo latino predomina. Esta tendência vai de encontro aos resultados apurados por Monteiro (2019).

A parte empírica do trabalho envolveu um tratamento da informação através de estatística descritiva, seguida uma análise univariada com vista a validar as hipóteses formuladas, por fim, uma regressão linear.

Inicialmente, através da estatística descritiva verificou-se que França é o país onde existe um maior número médio de membros no conselho de administração, de 13 membros, de seguida a Itália e Portugal ambos com 10 membros. Embora hajam pequenas oscilações os valores considerados demonstraram que a composição do conselho de administração tem tendência a estabilizar nos três países.

No que diz respeito ao número de membros independentes e o seu peso relativo, a ordem dos países com maiores resultados manteve-se. Porém, num ponto de vista geral o número de membros independentes não mostrou uma direção concreta em termos evolutivos, em França os valores estabilizaram-se, em Itália aumentaram e em Portugal diminuiu, em correspondência do que apurou Pinheiro (2009).

A rendibilidade dos ativos registou valores médios situados na ordem dos 0,10 em França e na Itália, porém, em ambos os casos, contactou-se uma tendência decrescente. No caso de Portugal, a informação oscilou com alguma frequência o que não possibilitou identificar a sua evolução, este comportamento foi também observado por Pinheiro (2019). Desta forma se conclui que o retorno das empresas relativamente aos seus ativos, em França e Itália, tem vindo a diminuir ao longo do período analisado.

No que diz respeito a rendibilidade dos capitais próprios, sobressaem os valores negativos obtidos em Itália. Em França foram confirmados valores com alguma oscilação, porém até 2019 a tendência era crescente, Portugal apontou também valores que apontaram uma diminuição. Assim a economia Italiana demonstra enfrentar grandes dificuldades para recuperar os capitais próprios investidos pelas sociedades, seguido de Portugal, que embora de forma não tão acentuada diminuiu a rendibilidade.

Estes resultados vão de encontro com os acontecimentos que marcaram estes países no quinquénio selecionado, salientando a crise energética na região francesa e os períodos de recessão económica em Itália e Portugal, que regista algumas melhorias, visto encontrarem-se numa fase pós-recessão económica. Foi possível ainda concluir que em França em termos de estatística descritiva, registaram-se valores mais constantes e superiores relativamente aos outros países, para além disso, existem indicadores que se equiparam como o caso da ROE e ROA. No entanto é de salientar que, tendo em conta a sua dimensão, França em termos económicos encontra-se numa posição distinta e mais favorável comparativamente com Portugal e Itália, que coincidentemente assumem valores parecidos e tem um posicionamento económico idêntico.

Na perspetiva da análise bivariada foram formuladas 3 hipóteses, que se subdividem em duas subalíneas cada uma e através do coeficiente de correlação foi possível detetar a existência de relevância estatística entre as variáveis.

Em França, ambas as variáveis de “performance” financeira ROE e ROA mostraram-se relacionadas com o número de membros independentes no conselho de administração, comprovando a hipótese de que a independência dos membros constitui vantagem relativamente ao desempenho empresarial. Na parte do estudo que se dedica a Itália, e em comparação com os outros países, foi o país onde se validou mais hipóteses. A rendibilidade dos capitais próprios assumiu uma relação com o peso relativo dos membros independentes no conselho de administração. Para além disso o número de

membros independentes no CA, a rendibilidade dos ativos e do mesmo modo a rendibilidade dos capitais próprios. Por fim Portugal, tanto a rendibilidade dos ativos (ROA), bem como a rendibilidade do capital próprio (ROE) revelam ter uma relação com o peso relativo de membros independentes.

Estes resultados indicaram que a “performance” empresarial tem uma relação com a forma como o conselho de administração está organizado, comprovando que a presença de membros independentes no mesmo impactam a rendibilidade dos ativos e dos capitais próprios. Considerando os resultados auferidos através dos coeficientes de correlação os dados foram analisados com recurso a uma regressão linear.

Na amostra recolhida das empresas francesas, conclui-se que o peso relativo dos membros independentes no conselho de administração afeta a rendibilidade dos ativos.

Considerando estes resultados é possível concluir que, o número de membros independentes no conselho de administração superior tem impacto positivo no retorno dos ativos nas sociedades em França, tendo idêntica correspondência com os resultados alcançados por Ogunsanwo (2019) e ao contrário das investigações feitas por Simão (2020) e Luís (2018) que sugerem um relacionamento negativo entre a independência do conselho de administração e o desempenho. Estes resultados estão de acordo com as expectativas, uma vez que os códigos de “corporate governance” consideram a independência da administração como um aspeto positivo para as empresas.

Considerando os dados recolhidos em Portugal, o número de membros do conselho de administração tem impacto na rendibilidade dos ativos bem como na rendibilidade dos capitais próprios. Esta informação comprova que a dimensão do conselho de administração proporciona às empresas resultados superiores em termos de retorno dos ativos, ou seja, afeta o desempenho empresarial positivamente. Este cenário foi encontrado anteriormente por Luís (2018), Silva (2021) e Kyere (2021) que validaram as mesmas hipóteses.

Em Itália, o peso relativo dos membros independentes do conselho de administração evidencia uma relação com significância estatística com rendibilidade dos capitais próprios. Os resultados apurados por Ria (2023) e Pereira (2013), vão de encontro aos dados obtidos, confirmando um relacionamento positivo entre desempenho empresarial e os membros independentes, ao contrário dos apurados por Casaca (2020). A confirmação da existência de uma ligação positiva entre os indicadores de “performance” e as variáveis afetas ao governo das sociedades, assegura que, à

semelhança daquilo que foi analisado no contexto francês, as sociedades terão maior desempenho se incluírem no seu conselho de administração membros independentes.

Apesar de em França e em Itália, o peso relativo dos membros independentes do CA demonstrar que causa impacto no desempenho não podemos assumir que exista idênticos resultados devido as variáveis serem diferentes. Após a análise fazendo uma introspeção em termos de resultados globais, pode-se concluir que o peso relativo dos membros independentes no conselho de administração e o número de membros do conselho de administração tem impacto positivo na “performance” financeira das empresas.

3.2 Limitações

O estudo para além de conclusivo também apresenta limitações, que podem ser melhoradas em trabalhos futuros. Uma dos principais limitadores que este estudo apresenta é um horizonte temporal reduzido, uma vez que os cinco anos estudados podem desfazar as variáveis ocultando tendências anteriormente registadas. Um fator que sustenta esta teoria é a pandemia do covid-19 que influenciou resultados nas empresas globalmente com destaque para os anos de 2019 e 2020. Outra limitação é a amostra escolhida, sendo que a mesma apenas inclui 16 empresas de cada país, registando um total de 80 observações o que pode influenciar os resultados e o poder explicativo.

3.3 Propostas para Trabalhos Futuros

Para trabalhos futuros, o tema pode ser desenvolvido com um horizonte temporal e uma amostra maior o que irá permitir certamente obter dados mais conclusivos. Para além disso, podem ser combinados mais países europeus, tendo em vista obter uma visão global sobre o mercado bolsista. A comparação de economias europeias com países extra comunitários, potenciará também um estudo futuro com interesse direcionando para empresas cotadas em bolsa de valores.

Bibliografia

Adams, R., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62, 217–250.

Albino, B.M. (2021). Determinantes do desempenho financeiro de empresas brasileiras e portuguesas cotadas e não cotadas na bolsa de valores (Mestrado). Disponível na www em: <http://hdl.handle.net/10198/23855>.

Antas, A. R. R. (2016) Corporate governance e o desempenho das empresas portuguesas. Lisboa: ISCTE-IUL, 2016. Dissertação de mestrado. Disponível em [www:http://hdl.handle.net/10071/14042](http://hdl.handle.net/10071/14042).

Ban, A. I., Ban, O. I., BOgdan, V., SAbau Popa, D. C., & Tuse, D. (2020). Performance Evaluation Model of Romanian Manufacturing Listed Companies by Fuzzy Ahp and Topsis. *Technological and Economic Development of Economy*, 26(4), 808–836. <https://doi.org/10.3846/tede.2020.12367>.

Batista, C. D. B. (2011). As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de Corporate Governance em Portugal. Disponível em: <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/56107/2/AS%20VARIVEIS%20DETERMINANTE%20NA%20ESCOLHA%20DO%20MODELO%20DE%20CORPORATE.pdf>

Berrocal González, A. M., Domínguez Ortíz, L., Mariné Osorio, F. J., & Ruiz Fuentes, L. R. (2022). El desempeño financiero de la empresa y la composición del consejo de administración. (Spanish). *Mexican Journal of Economics & Finance / Revista Mexicana de Economía y Finanzas*, 17(2), 1–26. <https://doi.org/10.21919/remef.v17i2.609>.

Boussenna Hemza. (2020). Board of Directors' Size and Firm Performance: Evidence from Non-Financial French Firms Listed on CAC 40. *Studies in Business and Economics*, 15(2), 46–61. <https://doi.org/10.2478/sbe-2020-0024>.

Bocardi (2023). Codice Civile. [https://www.bocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo -v/](https://www.bocardi.it/codice-civile/libro-quinto/titolo-v/).

Borsa Italiana (2023) Corporate governance. <https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/regolamenti/corporategovernance/corporategovernance.en.htm>.

Cai, Y. (2021). Performance Evaluation of Enterprise Intelligent Manufacturing Based on Balanced Score Card. 2021 IEEE Conference on Telecommunications, Optics and Computer Science (TOCS), Telecommunications, Optics and Computer Science (TOCS), 2021 IEEE Conference On, 161–164. <https://doi.org/10.1109/TOCS53301.2021.9688857>.

Cambrea, D. R., Calabrò, A., La Rocca, M., & Paolone, F. (2022). The impact of boards of directors' characteristics on cash holdings in uncertain times. *Journal of Management & Governance*, 26(1), 189–221. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09557-3>

Campos. L (2015). Influência das características dos modelos de corporate governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal. (Mestrado). Disponível na www em: <http://hdl.handle.net/10198/12640>.

Casaca, S. (2020). O Impacto dos diretores independentes na performance das empresas cotadas no PSI20 (Mestrado). Escola Superior de Gestão e Tecnologia, Santarém. Disponível na WWW em: <http://hdl.handle.net/10400.15/2999>.

Cernat, L. (2004). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century of diversity? *JOURNAL OF EUROPEAN PUBLIC POLICY*, 11(1), 147–166. <https://doi.org/10.1080/1350176042000164343>.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2003) CMVM'S Recommendations on Corporate Governance https://www.cmv.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/recomendações/documents/f6bac7142a7447fa89b0e8f3d91bea0bcodigogs15022008_2_.pdf.

Cosneanu, S., Russu, C., Chirișescu, V., & Badea, L. (2013). Foundations and Principles of Corporate Governance. *Valahian Journal of Economic Studies*, 4(2), 31–38.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674–686. <https://doi.org/10.2307/256988>.

Darul Fahmi. (2019). Pengaruh Current Ratio, Deviden Payout Ratio Dan Return on Equity Terhadap Price to Book Value Serta Dampaknya Terhadap Harga Saham Pada Industri Makanan. *Keberlanjutan*, 4(2), 1144–1163. <https://doi.org/10.32493/keberlanjutan.v4i2.y2019.p1144-1163>.

Elage, A., & Mard, Y. (2018). Código de governança e gestão de resultados contábeis: o caso das empresas francesas listadas. *Auditoria de Controle Contábil*, 24 (2), 113–147. <https://doi.org/10.3917/cca.242.0113>.

Fangjun Wang, Shuolei Xu, Cullinan, C. P., & Junqin Sun. (2021). Board Independence and Board Size: An Examination of Other Shareholder Constraints. *Journal of Developing Areas*, 55(3), 95–111. <https://doi.org/10.1353/jda.2021.0054>.

Fiorini, F. A., Junior, N. A., & Alonso, V. L. C. (2016). Governança corporativa: conceitos e aplicações. XIII SEGeT-Simpósio de excelência em gestão e tecnologia.

Gambo, J. S., Terzungwe, N., Joshua, O., & Agbi, S. E. (2019). Board Independence, Expertise, Foreign Board Member and Financial Performance of Listed Insurance Firms in Nigeria. *International Journal of Management, Accounting & Economics*, 6(11), 780–794. Disponível em: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,shib&db=edb&AN=141180383&lang=pt-pt&site=edslive&scope=site>.

Henriques, M.T. (2007). *Governo das sociedades e criação de valor : Grupo Lena (Mestrado)*. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Disponível na WWW em: <http://hdl.handle.net/10316/9000>.

Hornungová, J., & Milichovský, F. (2016). Financial Performance Evaluation of the Czech Agricultural Companies with Factor Analysis. *Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics & Administration*, 23(37), 26–38.

Ivanko V.A.(2018) Escolha da definição de governança corporativa na forma d eum sistema de contabilidade e de apoio à. *Boletim da Universidade* . 2018; (4): 91-95. <https://doi.org/10.26425/1816-4277-2018-4-91-95>.

Jarwal, D., & Mitali, S. (2021). Factors Restraining Independent Directors from Effectively Discharging Their Duties. *IUP Journal of Corporate Governance*, 20(4), 23–36.

Kivak, R. (2020) ‘Key performance indicator (KPI)’, Salem Press Encyclopedia [Preprint]. Available at: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,shib&db=ers&AN=121772872&lang=pt-pt&site=edslive&scope=site> (Accessed: 5 February 2023).

Kouaib, A., Mhiri, S., & Jarboui, A. (2020). Board of directors' effectiveness and sustainable performance: The triple bottom line. *Journal of High Technology Management Research*, 31(2). <https://doi.org/10.1016/j.hitech.2020.100390>.

Kurniawati D., & Yatna C.N. (2020). The Influence of Capital Structure, Company Size, Corporate Governance on Company Performance with Agency Cost as Intervening Variables. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 108(12), 81–88. <https://doi.org/10.18551/rjoas.2020-12.10>.

Kusumaningtias, R., Ludigdo, U., Irianto, G., & Mulawarman, A. D. (2016). Rethinking of Corporate Governance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 219, 455–464. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.020>.

Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 1871–1885. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>.

Legifrance (n.d.) Code Commerce. https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000005634379?fonds=CODE&isAdvancedResult=&page=2&pageSize=10&query=citer&searchField=ALL&searchProximity=&searchType=ALL&tab_selection=all&typePagination=DEFAULT

Li, S., Huang, R., Huo, W., & Li, Q. (2022). Does the Leadership of the Board of Directors Affect Corporate Performance? Based on the Empirical Research of China's SMEs. *Emerging Markets Finance & Trade*, 58(5), 1456–1473. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1891881>.

Liu, S., & Sickles, R. (2021). The agency problem revisited: a structural analysis of managerial productivity and CEO compensation in large US commercial banks. *Empirical Economics*, 60(1), 391–418. <https://doi.org/10.1007/s00181-020-01982-5>.

Long, J. (2021). Corporate Governance. Salem Press Encyclopedia. <https://eds.s.ebscohost.com/eds/detail/detail?vid=7&sid=2d125d4b-582f-4f8e-b66b-fc23b6de9fbc%40redis&bdata=Jmxhbmc9cHQtcHQmc210ZT11ZHMtbGl2ZSZzY29wZT1zaXRl#AN=108690508&db=ers>

Luís, I. M. (2018). O impacto do governo das sociedades na performance financeira das empresas cotadas em bolsa em Portugal (Mestrado). Escola Superior de Tecnologia e Gestão, Leiria. Disponível na www em: <http://hdl.handle.net/10400.8/3778>.

Monteiro, T.C. (2019). Governo das sociedades em Portugal : estudo sobre as empresas que compõem o PSI-20 (Mestrado). Universidade Católica Portuguesa. Disponível na WWW em: <http://hdl.handle.net/10400.14/28578>

Nguyen, V. C., & Huynh, T. N. T. (2023). Characteristics of the Board of Directors and Corporate Financial Performance—Empirical Evidence. *Economies*, 11(2), 53. <https://doi.org/10.3390/economies11020053>.

Nie, J., & Ye, S. (2022). Ownership Structure, Corporate Governance, and Performance of Listed Companies - An Empirical Application of a Semi-Parametric Quantile Regression Model. *Sustainability (Switzerland)*, 14(24). <https://doi.org/10.3390/su142416590>.

OCDE (2016), Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>

OECD (2022), OECD Secretary-General's Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors on the Review of the G20/OECD Principles of Corporate Governance, Indonesia, February 2022, www.oecd.org/corporate/oecd-secretary-general-report-G20-FMCBG-review-G20-OECD-principles-corporate-governance-2022.pdf.

OECD (2003) Principles of Corporate Governance - Conselho da OCDE, Paris, 27-28 de Abril de 1998 Perez R. (2003) La gouvernance de l'entreprise, Paris: La Découverte Oglesby, D. W. (2007). Return on Equity (Roe). Concise Encyclopedia of Investing, 60–61.

Ogunsanwo, O. F. (2019). Effect of Corporate Governance on Firm Performance in Nigeria. *Acta Universitatis Danubius: Oeconomica*, 15(7), 82–97.

Ornelas, M. J. G. (2020). Divulgação de informação financeira nas concentrações de negócios e o desempenho das empresas [Dissertação de mestrado, Iscte - Instituto Universitário de Lisboa]. Repositório do Iscte. <http://hdl.handle.net/10071/22292>.

Pascual-Fuster, B., & Crespí-Cladera, R. (2022). Optimal board independence with gray independent directors. *Business Research Quarterly*, 25(2), 193–209. <https://doi.org/10.1177/2340944420940313>.

Pereira, M. P. (2013). O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa (Mestrado). Disponível na www em: <http://hdl.handle.net/10400.26/23038>

Pinheiro, P. M .B (2009). A relação entre o governo das sociedades e a rendibilidade das empresas cotadas na Euronext Lisboa no período entre 2003 e 2007 (mestrado). Universidade de Évora. Disponível na www em: <http://hdl.handle.net/10174/21013>.

Qi Pan, & Zhangjie Huang. (2022). The Functions of the Board of Directors in Corporate Philanthropy: An Empirical Study from China. *Frontiers in Psychology*, 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.850980>.

Raimo, N., Vitolla, F., Marrone, A., & Rubino, M. (2021). Do audit committee attributes influence integrated reporting quality? An agency theory viewpoint. *Business Strategy & the Environment* (John Wiley & Sons, Inc), 30(1), 522–534. <https://doi.org/10.1002/bse.2635>.

Ranieri, C. (2018). *Borsa Italiana. Il Codice di autodisciplina delle società quotate come strumento di corporate governance*. <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2018clean.pdf>

Ria. (2023). Determinant Factors of Corporate Governance on Company Performance: Mediating Role of Capital Structure. *Sustainability*, 15(2309), 2309. <https://doi.org/10.3390/su15032309>.

Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J., & Monteiro, M. A. (2006). *Livro branco sobre corporate governance em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance.

Silva, S.I. (2021). *Corporate governance, estrutura de capitais e desempenho das empresas não cotadas, em Portugal*. (Mestrado). Disponível na www em: <http://hdl.handle.net/10198/24721>

Soutes, D. O., & Schvirck, E. (2006). Forms of measurement of the income and the consequences in the calculation of the ROA. *Brazilian Business Review* (English Edition), 3(1), 73–85. <https://doi.org/10.15728/bbr.2006.3.1.6>.

Sunaryo. (2011). Analisis Pengaruh ROA (Return On Assets), ROE (Return On Equity), dan EPS (Earning Per Share) terhadap Harga Saham pada Kelompok Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia). *Binus Business Review*, 2(1), 173–180. <https://doi.org/10.21512/bbr.v2i1.1121>.

Teixeira, Nuno (2016), Criação de valor: estudo de caso, Trabalho Apresentado nas XXVI Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica, 3-6 de fevereiro de 2016, Idanha-a-Nova, Portugal 2016, <http://hdl.handle.net/10400.26/11694>.

Tejerina-Gaite, F. A., & Fernández-Temprano, M. A. (2021). The influence of board experience on firm performance: does the director's role matter? *Journal of Management & Governance*, 25(3), 685–705. <https://doi.org/10.1007/s10997-020-09520-2>.

Vecco, M., Nash, M. M., & Srakar, A. (2021). Board Size Matters: Fundraising in American Cultural Organizations. *International Journal of Arts Management*, 24(1), 89–102.

Vieira, E. S., & Nogueira, J. (2022). The Relationship between Corporate Governance and Firms Performance in a Small Stock Market. 2022 17th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI), Information Systems and Technologies (CISTI), 2022 17th Iberian Conference On, 1–6. <https://doi.org/10.23919/CISTI54924.2022.9820251>.

Wienclaw RA. Agency Theory and Corporate Governance. Salem Press Encyclopedia. 2021. Accessed April 16, 2023. <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&AuthType=ip,shib&db=ers&AN=89185284&lang=pt-pt&site=eds-live&scope=site>

Wu, S. (2020). An Empirical Study on the Impact of Digital Finance on the Financial Performance of Retail Wholesale Enterprises. 2020 2nd International Conference on Economic Management and Model Engineering (ICEMME), Economic Management and Model Engineering (ICEMME), 2020 2nd International Conference on, icemme, 818–821. <https://doi.org/10.1109/ICEMME51517.2020.00167>.

Yan Cao Chu, Hui Yang Zhi, & Xin Liang. (2021). The relationship between board size and firm performance. *E3S Web of Conferences*, 257, 02079. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202125702079>.

Yang Pan, Peng Huang, & Gopal, A. (2018). Board Independence and Firm Performance in the It Industry: The Moderating Role of New Entry Threats. *MIS Quarterly*, 42(3), 979–1000. <https://doi.org/10.25300/MISQ/2018/14688>.

Yang, H., Yao, D., & Qu, X. (2022). How does independent directors' reputation influence pay-for-performance? Evidence from China. *Accounting & Finance*, 62(1), 959–1007. <https://doi.org/10.1111/acfi.12815>.

Zsido Kinga Emese. (2018). Business Performance Evaluation, in the Light of Corporate Social Responsibility. *Ovidius University Annals: Economic Sciences Series*, XVIII(2), 555–559.

Zubeltzu-Jaka, E. (1), Álvarez-Etxeberria, I. (2), & Ortas, E. (3). (2020). The effect of the size of the board of directors on corporate social performance: A meta-analytic approach. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(3), 1361-1374–1374. <https://doi.org/10.1002/csr.1889>.