



Simão da Silva
Casaca

O Impacto dos diretores independentes na
performance das empresas cotadas no PSI20

Instituto Politécnico de Santarém
2020

O Impacto dos diretores independentes na performance das empresas cotadas no PSI20

Dissertação apresentada para a obtenção do grau de Mestre na
especialidade / área de Contabilidade e Finanças

Simão da Silva Casaca

Professor Adjunto Doutor João
Teodósio



Instituto Politécnico de Santarém

Escola Superior de Gestão e Tecnologia

O Impacto dos diretores independentes na performance das empresas cotadas no PSI20

Dissertação apresentada para a obtenção do grau de Mestre na especialidade / área de Contabilidade e Finanças

Simão da Silva Casaca

**Professor Adjunto Doutor João
Teodósio**

“Equilíbrio, objetivo, organização e determinação, são a chave do sucesso para tudo.”

Nilson Huran

“Por mais longa que seja a caminhada o importante é dar o primeiro passo.”

Vinicius de Moraes

Agradecimentos

No culminar de mais uma etapa da minha vida, agradeço a todos aqueles que, com a sua colaboração e empenho, contribuíram para que esta caminhada fosse possível, perante as dificuldades deste tipo de trabalho.

Ao meu orientador Professor Adjunto Doutor João Teodósio, pela colaboração, incentivo e disponibilidade.

Aos meus pais e irmão, pelo apoio e incentivo para concluir mais uma fase da minha vida.

Resumo

Este estudo visa analisar a importância dos diretores independentes na performance das empresas, tendo aplicado para o efeito, um modelo de regressão linear OLS com dados em painel.

A amostra é constituída por empresas portuguesas cotadas no PSI20 entre os anos de 2010 a 2016. Como variáveis dependentes foi utilizado o Q de Tobin, o ROA e o ROE.

Os resultados obtidos diferem de acordo com a variável em estudo. Através do ROE a percentagem de diretores independentes não influencia a performance da empresa. Por outro lado, o ROA e o Q de Tobins apresentam uma influência negativa e significativa na performance da empresa.

Podemos referir, deste modo, que a percentagem de diretores independentes influencia negativamente a performance das empresas, sendo explicada pelo ROA e Q de Tobins.

Palavra Chave:

Governo das Sociedades, Conselho de Administração, Composição, Independência e Desempenho.

ABSTRACT

This study intends to analyze the importance of independent directors in the companies' performance, having applied an OLS linear regression model with panel data for this purpose.

The sample is made up of Portuguese companies listed on the PSI20 between the years 2010 to 2016. As dependent variables, Tobin's Q, ROA and ROE were used.

The results obtained differ according to the variable under study. Through ROE, the percentage of independent directors does not influence the company's performance. On the other hand, Tobin's Q and ROA have a negative and significant influence on the company's performance.

Therefore, we can conclude that the percentage of independent directors negatively influences the performance of the companies, being explained by the ROA and Tobin's Q.

Keywords:

Corporate Governance, Board, Composition, Independence and Performance.

Índice

Agradecimentos	ii
Resumo	iii
ABSTRACT.....	iv
Índice dos Gráficos	vii
Índice de Ilustrações	viii
Índice de Figuras.....	ix
Índice de Tabelas	x
Listagem de Siglas	xi
Introdução	1
Capítulo 1 – Revisão da Literatura	4
1.1 – Enquadramento.....	4
1.2 - Governo das Sociedades no Mundo.....	5
1.3 – Governo das Sociedades em Portugal	6
1.4 - Teoria dos Custos de Agência	14
1.5 – Impacto dos diretores independentes no desempenho económico-financeiro das empresas	16
Capítulo 2 – Metodologias de Investigação.....	26
2.1 - Objetivo do Estudo	26
2.2 - Definição de Hipóteses	26
2.3 – Descrição de Variáveis.....	28
2.4 – Definição da Amostra.....	35
2.5 - Método Utilizado	36
Capítulo 3 – Análise e discussão de resultados	38
3.1 – Estatísticas descritivas.....	38
3.2 – Resultados empíricos.....	40
3.3 – Discussão dos Resultados	42
Capítulo 4 – Conclusões do estudo.....	45

Referências Bibliográficas 47

Índice dos Gráficos

Gráfico 1 - Empresas por sector de atividade.....	36
---	----

Índice de Ilustrações

Ilustração 1 - Effective Boards. Fonte: Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal.....	14
--	----

Índice de Figuras

Figura 1 - Modelo esquemático do Teste Empírico.	27
---	----

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Estudos Internacionais.....	17
Tabela 2 - Estudos Nacionais	22
Tabela 3 - Variáveis do Estudo (Dependentes, Independentes e de Controlo).	34
Tabela 4 - Empresas Cotadas no PSI20.....	35
Tabela 5 - Estatística Descritiva	38
Tabela 6 - Matriz de Correlações entre Variáveis	39
Tabela 7 - Teste de Efeitos Fixos OLS.....	40
Tabela 8 - Estado e Significância das Hipóteses	41

Listagem de Siglas

CMVM - Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

IPCG – Instituto Português de Corporate Governance

CSC – Código das Sociedades Comerciais

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

ROA – Return on Assets

ROE – Return on Equity

CEO – Chief Executive Officer

Introdução

É no mundo globalizado que se encontram as maiores diferenças, numa sociedade em que os seus indivíduos estão destinados a viver em conjunto. A globalização trouxe consigo uma Sociedade dominada por organizações, nas quais os indivíduos operam em conjunto, com vista à execução de determinados fins comuns.

Desde o princípio dos tempos que o Homem se depara com dificuldades que se ligam à gestão das organizações em que se insere, e, como tal, torna-se fundamental desenvolver soluções que passam pelo controlo e planeamento de todos os esforços conseguidos em todas as áreas e em todos os níveis da empresa, com vista à prossecução dos seus propósitos (Teixeira, 2010). Neste sentido, a gestão implica o controlo dos recursos financeiros e materiais e, ainda uma direção eficaz e eficiente dos trabalhadores (Teixeira, 2010).

Os escândalos financeiros constantes e o papel dos executivos conduziram a que fosse dada mais atenção à relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das sociedades, sendo vários códigos executados com o intuito de moldar as estruturas de governo das sociedades (Rodrigues, 2012).

A Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), entidade que tem como finalidade supervisionar e regulamentar os mercados de instrumentos financeiros, define que o conselho de administração deverá ser composto por um número de membros não executivos que garanta a efetiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da atividade dos restantes membros do órgão de administração (CMVM (2013)). Neste conjunto de membros não executivos é importante que exista uma proporção de diretores independentes, de acordo com o modelo de gestão adotado pela empresa. Podemos constatar que os sistemas de governo das sociedades diferenciam-se de país para país e são uma das condicionantes que as empresas devem ter em conta nas suas decisões económico-financeiras. É neste sentido que surgiu a necessidade de implementação de um Código de Governo das Sociedades de forma a contribuir para a transparência e rigor do mercado de capitais português - O Livro Branco sobre o Governo das Sociedades em Portugal, criado pelo Instituto Português de Corporate Governance (IPCG). Nos termos do Art.º 3 do Estatuto pág. 2, o IPCG tem por “...objeto a investigação e divulgação dos princípios da Corporate Governance podendo para o efeito desenvolver todas as atividades adequadas a tal fim...”.

Com a globalização das sociedades, nomeadamente a inserção no Euro (€), tornou-se primordial a conjugação de parâmetros de segurança e de organização dos agentes dos mercados, contribuindo para a otimização do desempenho das sociedades. Desta forma, o regime relativo ao governo das sociedades em Portugal encontra-se hoje, predominantemente, estruturado de acordo com a CMVM, assente na imposição às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação. Em Portugal, as empresas emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o grau de acolhimento do Código de Governo das Sociedades, consistindo num conjunto de recomendações elaboradas pela CMVM, que obedecem a princípios e consagram práticas de governo societário que, globalmente, assegurem um nível de proteção dos interesses dos acionistas e de transparência do governo societário, art.º245-A do Código dos Valores Mobiliários.

Atualmente, é cada vez mais importante analisar a forma como atua a governança corporativa, nomeadamente a independência do conselho de administração. A independência do conselho de administração consiste em diretores que não estão diretamente ligados à empresa, ou seja, a existência de diretores externos. Estes apresentam uma visão externa do funcionamento da empresa, pelo que definem o caminho para a obtenção dos objetivos das empresas com maior objetividade.

É neste contexto que surge a importância de uma análise do Impacto dos Diretores Independentes na Performance das Empresas Cotadas no PSI20. Os estudos anteriores não se focam unicamente na independência do conselho de administração, nem a utilização do PSI20. Neste sentido, o estudo visa uma atualização da literatura existente.

Sendo o estudo focado nas empresas cotada no PSI20 serão utilizadas as diretrizes da CMVM para a classificação dos diretores independentes.

“Quando a propriedade e controlo da sociedade não são totalmente coincidentes, abre-se o caminho para um potencial conflito entre proprietários e controladores.” Adam Smith, citado por Poças (2012) p. 7.

Este estudo é composto por quatro capítulos, nomeadamente:

O capítulo um, que engloba a revisão da literatura, abordando as teorias implícitas neste tema, bem como as contribuições para a literatura e conclusões retiradas de outros estudos.

O segundo capítulo, que contempla a metodologia de investigação, indica qual é o objetivo e a amostra, bem como as variáveis estudadas e o método utilizado no tratamento dos dados.

No terceiro capítulo é feita a análise e discussão de resultados, onde são apresentados estes resultados juntamente com as principais conclusões.

Por fim, no capítulo quatro são indicadas as conclusões, as limitações e algumas propostas para futuras pesquisas.

Capítulo 1 – Revisão da Literatura

1.1 – Enquadramento

Dentro do contexto económico atual, a literatura concentra-se essencialmente na importância do governo das sociedades e no seu desempenho económico-financeiro. Do desalinhamento de interesses entre administradores e acionistas surgiu aquele que se denomina de Governo das Sociedades. O progresso e a adoção de um código para o governo das sociedades são definidos como uma inovação nacional que estabelece um compromisso no desenvolvimento do sistema corporativo.

A expressão Corporate Governance, de acordo com a entidade CMVM (1999), refere-se a um conjunto de regras e condutas que tem como objetivo assegurar e contribuir para a otimização do desempenho das sociedades, de modo a favorecer os sujeitos com interesses envolvidos na atividade societária, para que concretizem de modo eficaz e eficientemente os fins para que a entidade é criada. Desta forma, o governo das sociedades contempla os mais variados mecanismos que controlam e fiscalizam o exercício económico, garantindo que a empresa é dirigida de modo eficiente, de acordo com os seus interesses e fins económico-financeiros definidos. Por outras palavras, *“o governo de cada empresa deve contemplar mecanismos que incitem a uma eficiente afetação de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados”*¹.

Segundo a OCDE (2016), o objetivo do governo das sociedades é ajudar a construir um ambiente de confiança, transparência e responsabilidade. Este é necessário para fomentar o investimento a longo prazo, a estabilidade financeira e a integridade empresarial, permitindo crescimentos mais fortes e sociedades mais inclusivas.

A importância do governo das sociedades tem sido alvo de bastante atenção entre economistas, financeiros, profissionais e políticos. De acordo com alguns estudos, existe

¹ Citado em Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal, Instituto Português de Corporate Governance, 2006, p.13.

uma relação positiva entre a Corporate Governance e o desenvolvimento das empresas, quanto melhor o sistema de Corporate Governance, melhor o desempenho das empresas, maior o acréscimo de valor para a empresa, uma vez que os conflitos entre gestores e acionistas podem ser mitigados (Jo et al., 2016, Yu et al., 2017). O processo de governo das sociedades passou por duas etapas: a globalização (como a internacionalização das economias, desenvolvimento em telecomunicações e integração dos mercados de capitais) e as transformações na estrutura das empresas, desenvolvendo a necessidade de mecanismos de monitorização mais eficientes e convenientes para melhorar os sistemas corporativos (Aguilera et. al., 2004).

1.2 - Governo das Sociedades no Mundo

Os instrumentos de tomada de decisões e de fiscalização alteram-se de país para país de acordo com o enquadramento legal e organizacional, originando diferenças entre as diversas empresas mundiais. A nível mundial, salientam-se dois sistemas principais de Corporate Governance, de acordo com o Instituto Português de Corporate Governance:

1. o sistema continental (empresas da Europa Continental, o Japão e Alemanha);
2. o sistema anglo-saxónico (EUA, o Reino Unido e restantes países anglo-saxónicos).

Os mercados de capitais da Europa Continental são relativamente estreitos e ilíquidos, ao invés, as bolsas anglo-saxónicas (em especial as norte-americanas) são grandes e líquidas.

Segundo Shleifer et al. (1997), os sistemas de governação bem-sucedidos centram-se em países como os EUA, a Alemanha e o Japão que se diferenciam dos outros sistemas de governação devido à elevada preocupação que estas economias têm com os investidores e acionistas. Contudo, uma crise económico-financeira, originou a falência de uma companhia de energia americana, a Enron Corporation, alvo de diversas fraudes fiscais pelos próprios investidores e executivos, o que desencadeou uma maior intervenção por parte dos EUA.

Shleifer et al., (1997), assegura ainda que ao contrário dos EUA, a Alemanha possui um sistema de governo assente nos grandes acionistas e praticamente não tem participação

de pequenos investidores. Para os grandes acionistas alemães os regulamentos presentes são suficientes para executar o poder.

O Japão, ao contrário dos Estados Unidos e da Alemanha, apresenta níveis mais fracos de proteção dos direitos dos acionistas e credores. Como consequência, detém bancos influentes e prestigiosos acionistas de longo prazo, embora nenhum deles seja tão poderoso quanto na Alemanha. Além disso, o sistema japonês alcançou pequenos investidores para o mercado de ações.

Nos EUA, os escândalos financeiros relacionados como a Enron (2001), levou a adoção de medidas de controlo relacionadas com a prática de governança, ou seja, a criação da lei Sarbanes Oxley (SOX), de acordo com Zhang, (2007) e Cohen, et al. (2004). Esta lei foi criada em 2002 e prevê: *a inspeção, supervisão da atividade, sujeição a registo e sancionamento dos auditores; à rotatividade da prestação de serviços de auditoria; aos conflitos de interesses entre auditores e administradores; a criação de um comité de auditoria nas sociedades abertas*, citado por Faria (2014) p. 4.

Na Europa, com o impacto dos escândalos financeiros, foi publicado em 2002 o relatório Winter II, que consiste num quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades, defende que as empresas deverão ter a liberdade de escolha entre os sistemas dualista e monista. Este relatório teve algumas atualizações e propostas de atualização ao longo dos anos seguintes. Em 2004, foi publicado pela União Europeia a oitava diretiva da revisão do relatório de Winter II, que apresenta regras detalhas sobre o funcionamento e supervisão dos revisores oficiais de contas e respetivos relacionamentos com as sociedades auditadas.

1.3 – Governo das Sociedades em Portugal

1.3.1 – Evolução Histórica

Portugal, como tantos outros países, com a globalização sentiu a necessidade de ajustar as suas decisões de forma a poder atender às novas necessidades do panorama económico mundial.

A CMVM (Comissão de Mercado de Valores Mobiliários), criada em 1991, tem como principal fim supervisionar e regulamentar os mercados de instrumentos financeiros, assim como os agentes que neles atuam, promovendo a proteção dos investidores. Esta entidade surgiu com a necessidade de implementar legislação, assegurando a estabilidade dos mercados financeiros e contribuindo para o seu desenvolvimento. Vem ainda definir um sistema de regras de conduta respeitantes ao exercício da direção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercados devidamente regulamentados (CMVM, 2013).

Segundo os termos do Art.º2 do Regulamento Interno da CMVM, a “CMVM *“pauta-se por princípios de independência, de salvaguarda do segredo profissional, de transparência, de cooperação, de participação dos interessados na tomada de decisões, de atuação pronta e eficaz, de abertura à inovação, sem prejuízo da segurança, de competência e de combinação de uma atuação pedagógica com uma conduta firme de estrito respeito pela legalidade”*”².

A opção por empresas cotadas presenteia-se com o facto de existir um grande equilíbrio entre diretores independentes e não independentes no seio das empresas cotadas em bolsa.

Neste sentido, é possível analisar a importância da relação independência-desenvolvimento, sendo a CMVM uma entidade reguladora que recomenda a independência dos membros do conselho de administração.

Segundo a CMVM, *“considera-se membro independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de: a. Ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos três anos; b. Ter, nos últimos três anos, prestado serviços ou estabelecido relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo, seja de forma direta ou enquanto sócio, administrador, gerente ou dirigente de pessoa coletiva; c. Ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador; d. Viver em união*

² Citado de CMVM, Regulamento interno. Retrieved from <https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Regulamento-interno-da-CMVM.aspx>

de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha reta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores ou de pessoas singulares titulares direta ou indiretamente de participação qualificada; e. Ser titular de participação qualificada ou representante de um acionista titular de participações qualificadas.”³

1.3.1.1 – Marcos Históricos da Corporate Governance em Portugal

Em outubro de 1999 surgiram as primeiras “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, acompanhadas com a emissão dos Princípios da OCDE sobre Corporate Governance, como refere Alves et al. (2004). Defende Moreira et al. (2004), p. 7 que, *“a CMVM considera que uma adequada política de Corporate Governance deve: garantir a transparência; assegurar a defesa dos acionistas e dos credores; responsabilizar os gestores pelos incumprimentos de objetivos e pelas violações à lei; não impedir a maximização de performance; ser conforme aos standards internacionais e ser ajustada à realidade do país”*. No entanto, em 2001, o Regulamento da CMVM n.º 7/2001, avançou com a obrigação da divulgação pública anual do grau de cumprimento das Recomendações. *Comply or explain*, um lema que *assenta em mecanismos de mercado para penalização das sociedades com opções discutíveis do ponto de vista da governação*, Moreira, et al. (2004), p. 7. Em 2003, procedeu-se a uma nova revisão das Recomendações da CMVM, *“para assegurar a sua atualidade e ajustamento às preocupações nacionais e internacionais, mantendo uma postura de inconformismo e permanente crítica, tendo em vista a otimização dos sistemas organizativos e de regulação, um legado central do Corporate Governance”*, Moreira, et al. (2004), p. 7.

No seguimento dos desenvolvimentos a nível internacional na matéria, em 2007 as Recomendações dão lugar ao primeiro Código de Governo das Sociedades, sendo que em 2010 foi divulgado um novo Código de Governo das Sociedades e do Regulamento da CMVM n.º 1/2010. Este código consagrou, pela primeira vez, o direito das sociedades cotadas à escolha do código que lhes é aplicável, embora de forma limitada aos códigos que:

- a) *obedecessem a princípios e consagassem práticas de governo societário que, globalmente, assegurassem um nível de proteção dos interesses dos*

³ Citado de CMVM, código de governo das sociedades da CMVM (recomendações). Retrieved from <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/4.%20Novo%20C%C3%B3digo%20Gov.%20Soc.%20CMVM.pdf>

acionistas e de transparência do governo societário não inferiores aos assegurados pelo código de governo das sociedades divulgado pela CMVM;

- b) abrangessem, pelo menos, as matérias constantes do código divulgado pela CMVM;*
- c) fossem emitidos por instituição que reconhecidamente congregasse especialistas em assuntos de governo das sociedades, e que funcionasse com independência relativamente a quaisquer interesses particulares.⁴*

Em 2016 a IPCG divulga para consulta o seu Código de Governo das Sociedades e em 2017 um novo Código do IPCG é apresentado publicamente.

Em janeiro de 2018 o código de governo das sociedades do IPCG passou a ser o único “código de governo” em vigor em Portugal, aceitando-se a regulamentação gerada pelo mercado (através do IPCG) como a única relevante para as sociedades abertas (autorregulação).

1.3.2 – Modelos de Corporate Governance

Em Portugal, as sociedades anónimas, desde o ano de 1986 até ao ano de 2005, podiam adotar por dois modelos de governo das sociedades: o modelo Monista ou Clássico e o modelo Dualista. Para permitir uma maior flexibilidade na escolha do modelo de governação face aos interesses das sociedades, pelas suas características, a CMVM, em janeiro de 2006, de acordo com o decreto-lei nº76-A/2006, de 29 de março, propôs a introdução de mais um modelo de governação: o modelo Anglo-Saxónico. Modelo típico das sociedades anglo-saxónicas, que compreende a existência obrigatória de uma comissão de auditoria dentro do órgão de administração (Franco et al, 2011).

1.3.2.1 – Modelo Monista ou Clássico

O modelo Monista, também conhecido como Clássico, caracteriza-se pela união entre grandes grupos familiares e empresas pertencentes ao estado.

⁴ Citado de CMVM, comunicados. Retrieved from <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20171013z.aspx>

De acordo com Andrade et al. (2006) este modelo é característico dos quatro países do grupo latino-europeu: Portugal, Itália, França e Espanha, existindo uma predominância de famílias controladoras já em terceira ou quarta geração, com acordos rígidos e perfeitamente arquitetônicos entre acionistas. Neste modelo, os conflitos de agência surgem ao nível da expropriação e não dos tradicionais conflitos existentes entre gestores e acionistas (Andrade et al. 2006).

Este modelo engloba a existência de três órgãos: assembleia geral, conselho de administração e conselho fiscal ou fiscal único, incluindo um ROC.

O Conselho de Administração poderá ser constituído por membros executivos e não executivos. Sendo que, os membros do Conselho Fiscal são na sua maioria independentes e possuem qualificações e experiência suficiente para a execução das funções, levando a uma maior partilha de informação entre os executivos e os não executivos. Batista (2011), refere ainda que a administração tem poderes para, a qualquer momento, retirar membros do conselho de administração.

No modelo em questão, o Chairman e o Chief Executive Officer (CEO) pode ser ou não a mesma pessoa.

1.3.2.2 – Modelo Dualista

O modelo Dualista caracteriza-se pela presença de dois meios de administração da empresa: o “Supervisory Board” e o “Management Board”. Este modelo compreende quatro órgãos: o conselho de administração, o conselho geral e de supervisão, o conselho de administração executivo e o revisor oficial de contas.

O conselho geral e de supervisão têm essencialmente poderes de fiscalização e algumas competências de administração. Estes deverão analisar e controlar os administradores executivos. As funções de administração estão divididas entre o conselho de administração executiva e o conselho geral e de supervisão.

1.3.2.3 - Modelo Anglo-Saxónico

O modelo Anglo-Saxónico surge como pilar de orientação do mercado. Segundo Andrade et al. (2006) este modelo orienta os processos e controla a tomada de decisão, garantindo uma maior proteção dos acionistas. A utilização de padrões contabilísticos certificados

com intuito penalizador em caso de fraude é uma das medidas de controlo incorporadas neste modelo.

O governo das empresas, neste modelo, é constituído por três órgãos: Assembleia Geral, Conselho de Administração e Conselho Fiscal. Contudo, o conselho de administração inclui uma Comissão de Auditoria e um ROC. Batista (2011) refere que neste modelo, um modo de salvaguardar a independência dos órgãos e mitigar os problemas de agência é a proibição de substituição dos membros por mera decisão do conselho geral, só existe a possibilidade de substituição quando existe justa causa.

É de referir ainda que este modelo de governança corporativa é entendido como um código de boas práticas emitidas por instituições do mercado de capitais e por investidores institucionais, levando a que as instituições sejam também cotadas por este critério, elevando deste modo os cuidados utilizados na gestão, a fim de gerar resultados de grande valia, Andrade et al. (2006).

1.3.3 – O Conselho de Administração

“Em primeiro lugar, importa referir que, o administrador é a figura jurídica com a função de administrar a sociedade, ou seja, de atingir a finalidade pela qual foi constituída a sociedade, detendo os poderes de gestão e de representação daquela” conforme decorre dos art.ºs 405.º, 408.º e 431.º do CSC, citado de Sousa (2017), p. 11.

Segundo Jensen (1993) e Shleifer et al. (1997), o conselho de administração constitui um dos principais mecanismos internos de alinhamento entre acionistas e gestores, no sistema de governo das sociedades. Além do conselho de administração, existem outros mecanismos importantes para a redução dos custos de agência, são exemplo: o sistema de remuneração dos gestores e a posse de ações por parte dos executivos, a estrutura de propriedade e controlo, a presença de um mercado de aquisições hostis, o mercado competitivo do setor de atuação e o ambiente legal.

O conselho de administração é conhecido como um órgão que tem a responsabilidade de deliberar em nome dos proprietários. É responsável pela monitorização das decisões e da supervisão da gestão, contratando, demitindo e definindo a remuneração dos executivos, Dalton et al. (1999). Estas atribuições, assumidas pelo conselho de administração, são fatores importantes que podem contribuir para explicar uma parte quer do desempenho

quer do valor de mercado das empresas (Andrade et al., 2009). Além disso, como órgão intermediador entre acionistas e administradores, a composição do conselho de administração assume importantes funções que pretendem garantir aos fornecedores de capital da empresa a proteção legal dos seus investimentos, monitorizar as decisões dos administradores e verificar se as mesmas estão em concordância com os interesses dos proprietários, minimizando eventuais conflitos de agência. Diversos estudos têm tentado explicar a relação das diferentes estruturas de governança corporativa, o desempenho da empresa e o valor de mercado. Por ser um tema controverso, tem originado abordagens distintas, por diferentes correntes teóricas.

Segundo Shukeri et al. (2012), para que a empresa consiga ser totalmente eficiente ao nível do seu mecanismo de governança e apresente uma melhoria contínua do seu valor é necessário a participação ativa de todos os intervenientes - membros do conselho de administração e acionistas.

Para a existência de um governo das sociedades eficiente é necessária uma relação harmoniosa entre os administradores e o órgão em que estes se inserem, isto para que seja possível atingir resultados económicos de acordo com a satisfação dos objetivos da sociedade que representam. Neste sentido, existem códigos regulamentares, nomeadamente o Código das Sociedades Comerciais (CSC), que estabelece o número de membros, os critérios de elegibilidade e as regras de votação do Conselho de Administração. Nos termos do art.º 390, o Conselho de Administração “...*deve ser composto pelo número de administradores fixado no contrato de sociedade, existindo a possibilidade de existir um só administrador desde que o capital social não exceda os 200.000 EUR.* Defende ainda, de acordo com o art.º 405 que “*compete ao conselho de administração gerir as atividades da sociedade, devendo subordinar-se às deliberações dos acionistas ou às intervenções do conselho fiscal ou da comissão de auditoria apenas nos casos em que a lei ou o contrato da sociedade o determinarem*”. Compete ainda ao Conselho de Administração o seguinte, art.º 406 CSC:

- a) Escolha do seu presidente, sem prejuízo do disposto no artigo 395.º;
- b) Cooptação de administradores;
- c) Pedido de convocação de assembleias gerais;
- d) Relatórios e contas anuais;
- e) Aquisição, alienação e oneração de bens imóveis;

- f) Prestação de cauções e garantias pessoais ou reais pela sociedade;
- g) Abertura ou encerramento de estabelecimentos ou de partes importantes destes;
- h) Extensões ou reduções importantes da atividade da sociedade;
- i) Modificações importantes na organização da empresa;
- j) Estabelecimento ou cessação de cooperação duradoura e importante com outras empresas;
- l) Mudança de sede e aumentos de capital, nos termos previstos no contrato de sociedade;
- m) Projetos de fusão, de cisão e de transformação da sociedade;
- n) Qualquer outro assunto sobre o qual algum administrador requeira deliberação do conselho.

O art.º 407 n.1, prevê que se nada for definido nos estatutos das sociedades, alguns administradores das mesmas poderão ocupar-se de certas matérias de administração. No entanto, esta delegação de funções tem sempre de ser alvo de fiscalização no seio do conselho de administração e essa deve ser efetuada por administradores não executivos.

Vários estudos mostram que quanto mais independente é o conselho de administração maior é a objetividade das decisões de acordo com os interesses dos acionistas, o que mostra uma relação positiva entre a independência e o desempenho da empresa, (Adams, et al. (2007), Adams, et al (2009) e Ferreira, et al. (2013)). Por outro lado, existem outros estudos que não encontraram nenhuma relação entre o desempenho e a composição do conselho de administração ou, quando encontram, é negativa (Andrade, et al. (2009) e Mak, et al (2005)).

1.3.3.1 – Administradores Executivos e não executivos

Os membros do conselho de administração executivo distinguem-se dos membros não executivos, nos termos do art.º 407, n. º3 do CSC, pela delegação de poderes. À administração executiva compete gerir a sociedade, prosseguindo os objetivos da sociedade e visando contribuir para o seu desenvolvimento sustentável.



Source: "Boards that Deliver – Advancing Corporate Governance from Compliance to Competitive Advantage, Ram Charan (2005), citado em EFFECTIVE BOARDS, Eduarda Luna Pais e José Gonçalo Maury, Programa Avançado para Administradores Não Executivos, IPCG, 2017

aem

8 ▶

Ilustração 1 - *Effective Boards*. Fonte: Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal

De acordo com o Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal, os administradores não executivos são maioritariamente vistos como conselheiros dos administradores executivos e, como decisores em matérias cuja competência não tenha sido delegada. “Já aos *“administradores executivos compete garantir a execução da política estratégica da empresa, através do cumprimento dos planos de atividade e orçamentos aprovados pelo Conselho de Administração. Na concretização das suas tarefas, os administradores executivos têm a obrigação de agir tendo estritamente em vista o cumprimento da missão e dos objetivos da empresa, e de tratar de modo equitativo todos os acionistas.*”, p. 148 de Silva et al. (2006).

1.4 - Teoria dos Custos de Agência

Durante a última década, as regras e práticas de governança corporativa melhoraram em muitos países e empresas. Ainda assim há muito a ser feito. Hoje, os decisores políticos e os reguladores enfrentam o importante desafio de adaptar os quadros de governança corporativa às rápidas mudanças na paisagem corporativa e financeira.

A teoria dos custos de agência, de acordo com Godoy et al. (2006), foi proposta por Jensen et al. (1976) devido às relações entre acionistas e administradores, às diferenças demonstradas do desempenho dos administradores executivos e não executivos.

No contexto atual, existe uma predominância de diretores externos no conselho de administração, preferência que se deve fundamentalmente à teoria dos custos de agência.

Jensen et al. (1976) salienta que a teoria dos custos de agência é uma teoria baseada no controlo da empresa, explica como os conflitos de interesses existentes entre diretores executivos, diretores não executivos e acionistas podem influenciar as decisões de financiamento das empresas. Os gestores podem ter objetivos que diferem dos objetivos dos proprietários. Podemos salientar ainda que, como os gestores se envolvem nos aspetos operacionais das empresas, têm melhores conhecimentos em relação às empresas comparativamente com os diretores das mesmas. Isto pode gerar decisões não controladas e, eventualmente, originar custos adicionais para os diretores. Ao existir conflitos de interesse entre os gestores e acionistas, os gestores laboram apenas para os seus interesses, tornando-se necessária a combinação de diretores externos com diretores internos para administrar estes conflitos, Harris et al. (1991).

As funções de controlo e de gestão das empresas têm sofrido transformações dentro do avanço económico e tecnológico dos últimos anos. Para Arruda (2008), sob o ponto de vista económico, a busca pela competitividade, onde emergem dois papéis distintos, o de acionista e o de administrador, é a causa de alguns problemas, nomeadamente na tomada de decisões por parte do administrador conjugadas com as necessidades do acionista, isto é, *“empresas que antes estavam nas mãos do proprietário, que além das ações também detinha a administração da empresa, agora se deparam com a separação das funções de proprietário e de administrador.”*, p. 43 de Nunes (2017).

Neste contexto, Alves (2014) defende que os conflitos causados entre os acionistas e administradores, geram custos que são denominados de custos de agência. Tanto Arruda et al. (2008) como Alves (2014) afirmam que a Teoria da Agência traduz a partilha de riqueza entre o acionista e o administrador, sempre que o primeiro atribui poderes e autoridade para o segundo tomar decisões.

Segundo Oliveira et al. (2016), os custos de agência surgem da necessidade que as empresas encontram em diminuir os conflitos de interesses existentes. Um dos mecanismos utilizados para a minimização dos problemas de agência é a prática de governança corporativa, incorporando medidas que possam ser adaptadas às empresas e aos seus acionistas a fim de alcançar o sucesso, Shleifer et al. (1997).

1.5 – Impacto dos diretores independentes no desempenho económico-financeiro das empresas

Fama (1980) argumenta que o conselho de administração consiste no mecanismo interno de controlo dos gestores. Ele refere ainda que a atuação do conselho de administração está dependente do nível de independência.

A independência da administração consiste na existência de diretores externos, diretores que não estão diretamente ligados ao funcionamento da empresa, na sua grande maioria trabalham para outras empresas, trazendo mais experiência e conhecimentos, apresentando desta forma uma visão externa que se torna mais objetiva em relação aos objetivos dos acionistas. Silveira (2002) refere que um conselho de administração mais independente contribui para a redução dos conflitos de agência, controlando e monitorando a gestão da empresa.

De acordo com o estudo desenvolvido por Cavaco et al. (2017) sobre as relações entre a independência, a capacidade do diretor e o desenvolvimento da empresa, existem evidências de que a independência está negativamente correlacionada com o desempenho operacional. Salientam ainda que as grandes empresas nomeiam membros independentes do conselho de administração para atender às exigências regulamentares ou do mercado.

Ferreira et al. (2011), apurou que existe uma relação negativa entre o desempenho e a independência do conselho de administração, sendo que esta relação negativa é especialmente forte em empresas mais expostas aos instrumentos de gestão externa e interna. Referem ainda que o efeito de substituição da informação e a independência do conselho é mais robusta para empresas com maior exposição ao mercado de controlo corporativo.

Deste modo, importa referir a importância deste tema na economia portuguesa, sendo este um dos principais temas aplicados nas duas maiores economias do mundo, EUA e China. Segundo Liu et al. (2015), tanto os EUA como a China demonstram uma relação positiva entre a independência dos diretores e o desempenho da empresa.

Os diretores independentes são considerados essenciais para o desenvolvimento das empresas, conseguem evitar a apropriação indevida da gestão, ou seja, minimizam o potencial oportunismo dos administradores executivos. Na Europa, o papel atribuído aos

membros independentes é limitado, diminuindo a extração de benefícios privados pelos grandes acionistas que geralmente nomeiam os demais membros do conselho de administração. O conceito fundamental subjacente é que a atividade de monitorização depende da eficácia dos membros independentes.

Seguidamente serão apresentadas as tabelas 1 e 2, que resumem os estudos aos níveis internacionais e aos níveis nacionais, respetivamente.

Tabela 1 - Estudos Internacionais

<i>Autor(es)</i>	<i>Estudo</i>	<i>Conclusões/Resultados</i>
<i>Adams et al. (2016)</i>	Relação entre diretores independentes e seis medidas de desempenho financeiro usando dados em painel OLS de 1999 a 2012, retirados do setor de seguros de acidentes com propriedades do Reino Unido.	Com base em dados em painel, obtiveram que a proporção de diretores independentes no conselho de administração não está relacionada com o desempenho. O desempenho está relacionado com a experiência financeira de diretores internos.
<i>Adams et al. (2009)</i>	Impacto das mulheres na governança e no desempenho das empresas, usando modelos OLS entre 1993 e 2003 dos Estados Unidos.	Descobriu-se que a probabilidade de uma mulher ter problemas de presença é menor do que para um diretor masculino. A diversificação de género nas empresas fornece mais incentivos ao desempenho. As empresas com diretores mais diversos têm mais reuniões do conselho, existindo assim uma relação positiva entre medidas de desempenho corporativo e diversidade de género.
<i>Leung et al. (2014)</i>	Independência do conselho corporativo, desempenho da empresa e concentração de propriedade da família: uma análise baseada nas empresas de Hong Kong.	Não foi possível encontrar associação significativa entre a independência dos conselhos e o desempenho das empresas familiares, no entanto, a independência do conselho está positivamente associada ao

Cavaco et al.
(2017)

Relações entre independência, capacidade de seleção do diretor e o desempenho das empresas cotadas na Euronext Paris, no período de 2009 a 2011, aplicando o modelo AKM.

desempenho das empresas não familiares. A proporção de diretores independentes nos conselhos corporativos das empresas familiares é menor que nas não familiares.

Estes resultados sugerem que a abordagem "tamanho único" exigida pelas autoridades reguladoras para a nomeação de diretores independentes em conselhos de administração pode não contribuir para melhorar o desempenho das empresas, especialmente em empresas familiares.

Com base em metodologias AKM obtiveram um impacto ambíguo no desempenho corporativo: mostraram que o status de independência, compensado pela heterogeneidade individual não observável, está negativamente relacionado ao desempenho. Sugerem que os independentes apresentam lacunas informativas comparativamente aos diretores internos, mas por outro lado, relatam que a independência está positivamente correlacionada com efeitos fixos individuais, uma evidência consistente com o processo de nomeação dos diretores independentes com base na capacidade individual.

<i>Crespí et al.</i> (2014).	A importância dos diretores independentes nas organizações, cotadas no mercado espanhol.	Evidências fracas de uma relação negativa entre os diretores independentes e o desempenho operacional futuro da empresa. Não foi encontrada relação entre a independência do conselho de administração e os resultados da empresa.
<i>Jackling et al.</i> (2009)	Relação entre as estruturas de governança e o desempenho financeiro das empresas indianas., no período 2005 a 2006.	Os resultados referem que uma proporção maior de diretores externos nos conselhos está associada a um melhor desempenho da empresa, de acordo com alguns aspetos da teoria da agência. Por outro lado, os diretores externos com várias nomeações apresentam um efeito negativo no desempenho financeiro das empresas.
<i>Shukeri et al.</i> (2012)	As características do conselho de administração, tais como: a independência do mesmo, entre outras, afeta o desempenho das empresas cotadas na bolsa da Malásia no ano de 2011.	As principais conclusões são que o tamanho do conselho e a diversidade étnica têm uma relação positiva com o ROE, enquanto que a independência do conselho tem relação negativa, não havendo relação significativa entre a propriedade, dualidade do CEO e a diversidade de género no desempenho da empresa.
<i>García et al.</i> (2014)	O efeito da independência do conselho de administração influencia o desempenho estratégico das empresas do sul da Europa.	Os principais resultados indicam que o envolvimento da família modera a relação entre a proporção de diretores independentes e o desempenho da empresa. A proporção ideal de diretores independentes é menor nas

		empresas familiares do que nas não familiares.
<i>Yermack (1996)</i>	O tamanho do conselho de administração tem um efeito positivo com o desempenho das empresas EUA durante 1984 e 1991.	Existe uma associação inversa entre o tamanho do conselho de administração e o valor da empresa, nas grandes empresas em análise.
<i>Yu et al. (2017)</i>	A governança corporativa é importante para os setores mais competitivos nas empresas cotadas no mercado chinês durante os anos de 2003 a 2013.	As boas práticas de governança das empresas chinesas aumenta significativamente o valor das empresas nas indústrias competitivas.
<i>Pathan et al. (2007)</i>	Examina o impacto do tamanho do conselho e dos diretores independentes no desempenho dos bancos comerciais da Tailândia, entre 1999 e 2003.	Os resultados demonstram uma relação negativa estatisticamente significativa entre o tamanho dos conselhos dos bancos tailandeses e os seus desempenhos. Além disso, subsiste uma relação positiva estatisticamente significativa entre a proporção de diretores independentes e o desempenho do banco.
<i>Bhagat et al. (2001)</i>	A não correlação da independência do conselho afeta o desempenho da empresa americanas a longo prazo, no período de 1985 a 1995.	Os resultados demonstram que o número de independência no conselho de administração não melhora o desempenho da empresa, pois o estudo demonstra evidências de que as empresas que sofrem quebras de lucros respondem com o aumento da independência do seu conselho de administração. Contudo, não há evidências de que essa estratégia funcione e que as empresas com

		conselhos mais independentes alcancem maiores lucros.
<i>Liu et al. (2015)</i>	Relação entre independência do conselho e desempenho da empresa na China, no período de 1999 a 2012.	Os resultados sugerem que a independência do conselho de administração está positivamente relacionada com o desempenho operacional da empresa na China e que o efeito da independência do conselho é mais forte nas empresas controladas pelo governo.
<i>Filatotchev et al. (2007)</i>	Relação entre governança corporativa, independência dos diretores e os proprietários em termos de tomada de decisão estratégica, nas empresas da Polônia e Hungria, período de 1998 a 2000.	O estudo conclui que a independência dos diretores está associada positivamente ao desempenho financeiro e à exportação das empresas. Por sua vez, o tamanho da independência dos diretores está associado negativamente à concentração acionista, mas positivamente associada ao percentual de diretores estrangeiros no conselho da empresa.
<i>Fuzi et al. (2016)</i>	Análise da independência do conselho de administração no desenvolvimento das empresas da Índia, durante 2007 a 2011.	Os resultados mostram uma associação mista entre proporções de diretores independentes e o desempenho da empresa. Embora as empresas incluíssem um maior número de diretores independentes, não conseguiam garantir o seu desempenho.
<i>Harjoto et al. (2019)</i>	Impacto da religiosidade, do gênero feminino na responsabilidade social corporativa das empresas cotadas	Evidencia uma relação positiva entre a religião e a responsabilidade social das empresas, bem como uma relação

na Itália, durante o período de 2002 a 2014. positiva entre o número de mulheres e a responsabilidade social destas.

Tabela 2 - Estudos Nacionais

<i>Autor(es)</i>	<i>Estudo</i>	<i>Conclusões/Resultados</i>
<i>Alves et al. (2004)</i>	Impacto da política de governança no desenvolvimento das empresas portuguesas nos anos 90.	Neste estudo, conclui-se que existe uma relação positiva entre a conformidade de algumas recomendações da CMVM com o desenvolvimento das empresas cotadas.
<i>Alves (2014)</i>	Efeito da independência do conselho de administração na qualidade dos resultados das empresas Portuguesas listadas na Euronext Lisbon durante os anos de 2003 a 2010.	O autor encontrou evidências de que os membros independentes do conselho administrativo melhoram a qualidade dos resultados da entidade, reduzindo a gestão de resultados para uma amostra de empresas listadas em Portugal.
<i>Batista (2011)</i>	O autor estuda as variáveis determinantes na escolha do modelo de governança corporativa em Portugal.	O estudo permite verificar que existe uma relação entre a existência de Capitais Públicos e a escolha do Modelo de Corporate Governance. A relação entre as outras variáveis não está comprovada devido à dimensão da amostra pois o modelo de uma forma global é estatisticamente significativo e apresenta uma elevada capacidade de previsão.
<i>Cunha (2005)</i>	O autor procedeu a análise do impacto do governo das sociedades no desempenho das mesmas nas empresas portuguesas durante o período de 2001 a 2003.	O estudo demonstra que, em média, o desempenho financeiro das empresas é melhor quando a remuneração dos diretores executivos está vinculada aos resultados da sociedade. Constatou-se ainda, uma relação significativa entre a

		<p>independência do conselho de administração e o desempenho das empresas. No caso das empresas cotadas, embora no sentido oposto à hipótese da pesquisa, o estudo refere que as empresas com maior número de membros independentes no conselho de administração apresentam, em média, um desempenho mais fraco.</p>
<p><i>Fernandes (2008)</i></p>	<p>O autor estuda o papel dos diretores independentes na remuneração do conselho de administração e no desempenho da empresa, utilizando a bolsa de valores de Portugal.</p>	<p>Os resultados do estudo questionam a eficácia dos diretores independentes. Este resultado deve-se ao facto de as empresas com maior número de membros não executivos do conselho pagarem salários mais altos aos seus executivos. Além disso, existem empresas com zero membros não executivos do conselho que apresentam realmente menos problemas de agência e conseguem um melhor alinhamento dos interesses dos acionistas e dos gerentes.</p>
<p><i>Rodrigues et al. (2008)</i></p>	<p>Os autores procederam a averiguação se no sector financeiro em Portugal se observa o conceito de independência dos administradores, sendo utilizado os três bancos de subscrição pública presentes no PSI20 no período de 2003 a 2006.</p>	<p>Os resultados obtidos indicam a possibilidade de existência de discricionariedade no comportamento dos gestores-acionistas. De acordo com os autores, este facto deve-se aos mesmos serem parte largamente interessada, pelo que, será sem grandes hesitações que executaram políticas conforme as exigências dos acionistas, como sugere a teoria da agência.</p>

<i>Silva (2017)</i>	O autor investiga o impacto dos administradores não executivos na performance das empresas cotadas em Portugal durante o período de 2012 a 2016.	O estudo utilizou medidas de performance como Retorno Anormal e ROA, conseguindo, deste modo, verificar que os administradores não executivos não têm impacto, estatisticamente, significativo na performance da empresa.
<i>Morais (2012)</i>	Influência do Governo das Sociedades na Elisão Fiscal das Empresas Portuguesas, no período de 2005 a 2010.	Os resultados evidenciam que a supressão fiscal está negativamente relacionada com o tamanho, independência e dualidade de funções e, positivamente relacionada com a estrutura acionista e de remuneração variável.
<i>Rodrigues (2012)</i>	Relação entre as características do conselho de administração e o desempenho das empresas na Euronext Lisbon, no período 2006 e 2009.	O estudo concluiu que não existe uma forte relação entre as características do conselho de administração e as variáveis de desempenho.
<i>Campos et al. (2017)</i>	Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial, nas empresas cotadas na bolsa de Lisboa, durante o período 2011 a 2013.	Os resultados obtidos demonstram a existência de uma associação positiva e estatisticamente significativa entre o desempenho empresarial e as variáveis modelo de CG: dimensão do Conselho de Administração (CA), número de membros independentes no CA, existência de pessoas diferentes na função de presidente e independência do CEO.
<i>Antas (2016)</i>	Impacto do Corporate Governance no desempenho das empresas portuguesas, no ano de 2015.	Um dos resultados a retirar é que as variáveis apresentam uma relação positiva com a Rendibilidade dos Capitais Próprios. Outro dos resultados

que podemos retirar é a existência de uma correlação elevada entre o crescimento e o ROE.

Capítulo 2 – Metodologias de Investigação

Ao longo deste capítulo pretende-se definir qual a metodologia a adotar para a realização do nosso estudo, especificar o objeto do estudo, determinar qual é a amostra, bem como o processo de recolha dos dados da amostra. Isto, no sentido da prossecução do objetivo principal desta dissertação que é analisar os fatores que influenciam a performance das empresas que estão presentes no índice PSI20.

2.1 - Objetivo do Estudo

O objetivo desta dissertação consiste no estudo do impacto dos diretores independentes na performance das empresas cotadas no PSI20, entre 2010 e 2016. A literatura existente na sua maioria sugere que o valor da empresa aumenta com o aumento da percentagem de diretores independentes.

Com este estudo pretende-se verificar se existe alguma relação entre a independência dos diretores e o desempenho das sociedades, ou seja, se o aumento da percentagem de diretores independentes apresenta uma relação positiva com o desempenho da sociedade.

2.2 - Definição de Hipóteses

As hipóteses em análise foram elaboradas em resultado da revisão da literatura 1.5 – Impacto dos diretores independentes no desempenho económico-financeiro das empresas.

Assim sendo podemos elaborar as seguintes hipóteses:

H0.1 – A percentagem de diretores independentes não tem influência na performance das empresas pelo ROE.

H0.2 – A percentagem de diretores independentes não tem influência na performance das empresas pelo ROA.

H0.3 – A percentagem de diretores independentes não tem influência na performance das empresas pelo Q de Tobin.

H1.1 – A percentagem de diretores independentes tem influência positiva na performance das empresas pelo ROE.

H1.2 – A percentagem de diretores independentes tem influência positiva na performance das empresas pelo ROA.

H1.3 – A percentagem de diretores independentes tem influência positiva na performance das empresas pelo Q de Tobin.

H2.1 – A percentagem de diretores independentes tem influência negativa na performance das empresas pelo ROE.

H2.2 – A percentagem de diretores independentes tem influência negativa na performance das empresas pelo ROA.

H2.3 – A percentagem de diretores independentes tem influência negativa na performance das empresas pelo Q de Tobin.

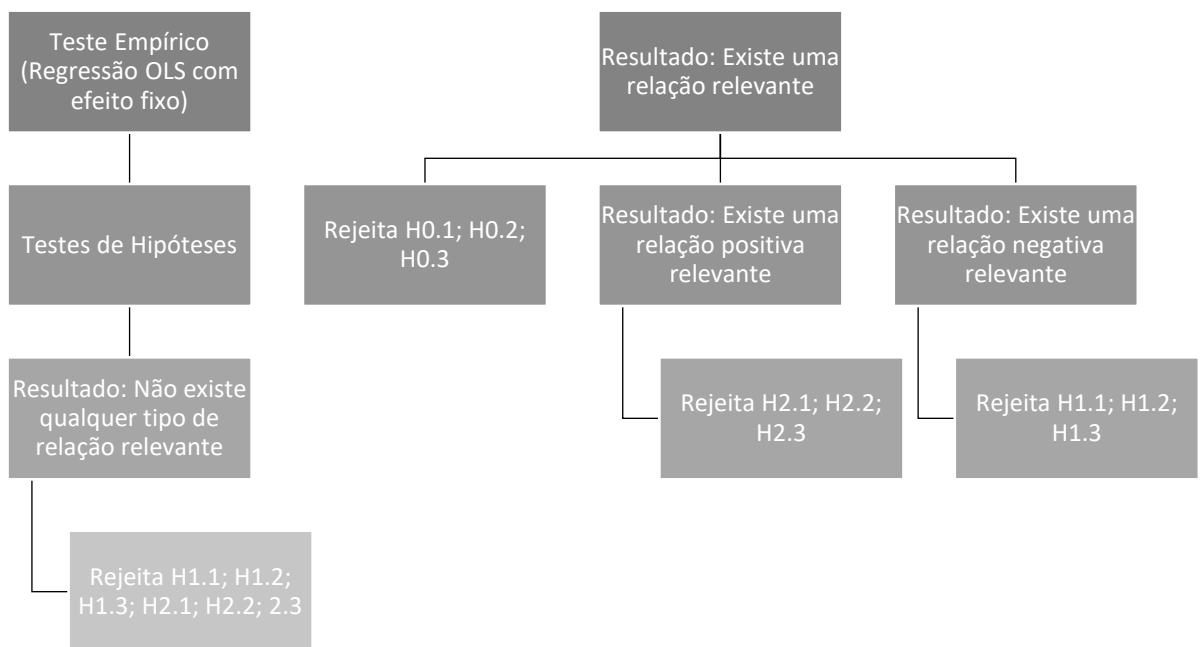


Figura 1 - Modelo esquemático do Teste Empírico.

2.3 – Descrição de Variáveis

No estudo considerou-se três variáveis dependentes (ROE, ROA e Q de Tobin), foi ainda definida a variável independente, que consiste na percentagem de diretores independentes que estão no conselho de administração (PercDirInd), juntamente com um conjunto de variáveis de controlo, duas relacionadas com a empresa (LnAtivo e LnValordeMercado) e quatro variáveis de governança (DimCA, CEO_Chairman, PercMCA e PercMDirInd).

2.3.1 – Variáveis Dependentes - Performance

As variáveis independentes representam todas aquelas que são utilizadas para determinar as características do valor da empresa. As variáveis de performance financeira são fruto do resultado financeiro obtido através de informações contabilísticas da empresa.

Na nossa investigação utilizaremos três variáveis dependentes, duas de performance contabilística e uma de performance financeira.

2.3.1.1 – Return On Assets - ROA

O indicador Return On Assets - ROA avalia o retorno obtido, em termos operacionais, ou seja, é a taxa de retorno resultante da aplicação do ativo de uma empresa, quanto maior o valor do indicador, maior propensão para o investimento. Podemos interpretar como o ganho obtido, em termos operacionais, por cada unidade monetária vendida, Fernandes et al. (2018). De acordo com Walsh (1996) o ROA é considerado a segunda grande medida de performance das empresas.

O uso do ROA pode proporcionar alguns benefícios:

- A identificação de como a margem do lucro aumenta ou se deteriora;
- A possibilidade de medir a eficiência dos ativos permanentes em produzir vendas;
- Possibilidade de avaliar a gestão do capital por intermédio de indicadores mensurados em dias;
- Faculta o estabelecimento de medidas que auferem a habilidade do gestor para controlar custos e despesas em função do volume de vendas;

- Proporciona a comparação das medidas de eficiência citadas anteriormente e estabelece o patamar máximo de custo de captação de recursos que a empresa pode suportar.

O ROA é calculado através do rácio entre o Resultado Operacional e o Ativo Total:

$$ROA = \frac{\textit{Resultado Operacional}}{\textit{Ativo Total}} \times 100$$

Cunha (2005) refere que é importante a utilização deste tipo de variáveis pois, na maior parte das vezes, as empresas cotadas não disponibilizam o valor de mercado. Este indicador é muito utilizado como medida de performance operacional das empresas.

Este indicador foi utilizado, em estudos similares, por autores como Adams et al. (2009), Fuzi et al. (2016), Walsh (1996), Cavaco et al. (2017), Pathan et al. (2007), Bhagat et al. (2001), Liu et al. (2015), Rodrigues (2012) e Jackling et al. (2009), de modo a analisarem o impacto dos governos das sociedades no desempenho das empresas cotadas nos vários mercados mundiais.

2.3.1.2 – Return On Equity – ROE

O indicador ROE mede o grau de remuneração dos acionistas da empresa, estimando o retorno do investimento proporcionado aos detentores de capital próprio, Fernandes et al. (2013). O ROE mede a rentabilidade que a empresa gera com o capital dos seus acionistas. Segundo Cunha (2005), este indicador representa o lucro que a empresa gerou com o capital dos acionistas, ou seja, mede a rentabilidade que a empresa gera com o capital dos seus accionistas. Isto significa que, à partida, quanto maior o ROE maior a riqueza.

O ROE é calculado pelo rácio entre o Resultado Líquido da empresa e os seus Capitais Próprios:

$$ROE = \frac{\textit{Resultado Líquido}}{\textit{Capital Próprio}} \times 100$$

No modelo Anglo-Saxónico, na sua maioria, existe uma divisão entre a propriedade e a gestão, levando a um maior aumento do poder por partes dos seus gestores. Como os gestores atuam com base nos seus interesses e não nos interesses dos accionistas, estes investem em projetos de curto prazo, permitindo maior benefício no curto prazo. Por sua vez, no modelo monista, os administradores controlam e monitorizam a empresa de

acordo com os princípios dos acionistas, investindo assim em projetos de longo prazo que permitem maior rentabilidade.

Segundo Walsh (1996) o indicador ROE é um dos rácios mais importantes para medir a rentabilidade das empresas. Segundo o mesmo, este indicador mede o retorno do capital aplicado pelos acionistas.

Na literatura este indicador é utilizado, em estudos relacionados com o tema por autores como Liu et al. (2015), Pathan et al. (2007), Shukeri et al. (2012) e Cavaco et al. (2017)

2.3.1.3 – Q de Tobin

O indicador Q de Tobin foi desenvolvido por Tobin em 1969. Segundo Tobin (1969), o indicador mede a razão entre o valor de mercado da empresa e o valor a custo de reposição.

Este indicador foi utilizado ao longo da literatura por autores como Yermack (1996), Lang et al (1989), Fuzi et al. (2016), Adams et al. (2009), Bhagat et al. (2001) e Jackling et al. (2009).

Q de Tobin pode ser calculado pela divisão entre o valor de mercado e o total do ativo:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}} \times 100$$

O estudo empírico de Jackling et al. (2009), entre outros, estuda a relação entre a estrutura de Corporate Governance e a performance da empresa utilizando o Q de Tobin. Os mesmos referem que este indicador é ideal para a análise da performance da empresa ao nível do Corporate Governance,

2.3.2 – Variável Independente ou Explicativa

A variável independente deste estudo é a percentagem de diretores independentes no Conselho de Administração.

2.3.2.1 – Percentagem de Diretores Independentes

Conforme referido anteriormente, os diretores independentes são essenciais para o desenvolvimento das empresas. Assim sendo, uma das principais questões desta dissertação é averiguar de que forma a independência da administração manipula as medidas de performance nas empresas cotadas em Portugal.

A percentagem de diretores independentes poderá ser calculada como:

$$\%DirInd = \frac{\text{Número de membros Independentes do CA}}{\text{Número total de membros do CA}}$$

Outra questão importante a averiguar nesta dissertação é a forma como a independência dos órgãos de administração influenciam o comportamento das medidas de performance financeira nas empresas cotadas em Portugal.

Esta variável foi escolhida de acordo com a importância que a mesma apresenta em estudos como Liu et al. (2015), Blagat et al. (2001) e Pathan et al. (2007).

Segundo a pesquisa desenvolvida por Dechow et. al. (1996), a independência dos administradores pode ser avaliada pela proporção de membros independentes no Conselho de Administração.

2.3.3 – Variáveis de Controlo

Além das variáveis independentes é importante a inclusão de algumas variáveis de controlo. Estas variáveis servem para controlar o enviesamento que as variáveis dependentes estão sujeitas, aumentando a robustez dos resultados. A escolha das variáveis de controlo foi realizada de acordo com a provável influência que as mesmas podem ter sobre as variáveis dependentes e sobre a nossa variável de controlo.

2.3.3.1 – Dimensão da Empresa

Nesta dissertação é importante analisar qual o impacto que a dimensão da empresa tem sobre a performance financeira das empresas. Deste modo, foi utilizado o In Ativo para procedermos ao cálculo desta variável de controlo. Segundo Bhagat et al. (2018), a dimensão da empresa é utilizada em modelos explicativos do desempenho das empresas.

Assim sendo, para melhor representação da dimensão da empresa irá ser utilizado o logaritmo natural do ativo total, conforme consideram Garcia et al. (2014), Rodrigues et al. (2008) e Adams et al (2016).

$$\ln \text{Ativo} = \ln (\text{Ativo Total})$$

2.3.3.2 – Dimensão do Conselho de Administração

A dimensão do conselho de administração é obtida pelo número total de membros do conselho de administração. Deste modo podemos verificar qual a associação que existe entre a dimensão do conselho de administração e a performance da empresa.

Fama et al. (1983), Morais (2012), Rodrigues (2012) e Cavaco et al. (2017) defendem que a dimensão do conselho de administração é um aspeto fundamental para analisar a capacidade de acompanhamento e de controlo das atividades desenvolvidas, pois a capacidade de intervenção varia de acordo com o número de membros do conselho, variando esta de país para país.

2.3.3.3 – Logaritmo do Valor de Mercado

Para que seja possível analisar o impacto que os diretores independentes tiveram na performance das empresas cotadas foi importante procedermos à análise do Logaritmo do Valor de Mercado.

Assim sendo o Logaritmo do Valor de mercado é calculado da seguinte forma:

$$\ln \text{Valor de Mercado} = \ln (\text{Valor de Mercado})$$

É utilizado em estudos como Bhagat et al. (2001), Yu et al. (2017) e Leung et al. (2014).

2.3.3.4 – CEO (Chief Executive Officer) e Chairman (President Executive)

A dualidade entre CEO e Chairman é bastante importante na estrutura do conselho de administração. Com esta variável pretende-se determinar se existe algum impacto aquando da dualidade entre CEO e Chairman, conforme os estudos de Yermack (1996), Shukeri et al. (2012) e Morais (2012).

2.3.3.5 – Percentagem de Mulheres do Conselho de Administração

Uma das principais questões desta dissertação é averiguar de que forma a independência da administração manipula as medidas de performance nas empresas cotadas em Portugal.

Assim sendo, a forma aplicada para o cálculo da percentagem de mulheres no conselho de administração é:

$$\%MCA = \frac{N \text{ Mulheres do CA}}{N \text{ total de membros do CA}} \times 100$$

Este indicador foi utilizado por Shukeri et al. (2012) e Cavaco et al. (2017).

2.3.3.6 – Percentagem de Mulheres Independentes

Ao analisarmos a importância do sector feminino no conselho de administração é importante também para analisar qual o impacto que este tem na independência do conselho de administração.

Conforme o indicador anterior este também foi utilizado nos estudos de Shukeri et al. (2012) e Cavaco et al. (2017).

A percentagem de mulheres independentes poderá ser calculada de seguinte modo:

$$\%MDirInd = \frac{N \text{ Mulheres Independentes}}{N \text{ total de Independentes}} \times 100$$

A tabela 3 apresenta as variáveis consideradas neste estudo, bem como, a sua descrição.

Tabela 3 - Variáveis do Estudo (Dependentes, Independentes e de Controlo).

Variáveis do Estudo			Formula
Variáveis Dependentes - Performance	Return On Assets – ROA	ROA	$ROA = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo Total}} \times 100$
Variáveis Dependentes - Performance	Return On Equity – ROE	ROE	$ROE = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}} \times 100$
Variáveis Dependentes - Performance	Q de Tobins	TobinsQ	$Tobins Q = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Ativo Total}} \times 100$
Variável Independente - Explicativa	Percentagem Diretores Independentes	PercDirInd	$\text{DiretoresIndependentes} = \frac{N \text{ Independentes do CA}}{N \text{ total de membros do CA}}$
Variáveis de Controlo	Dimensão da Empresa	LnAtivo	$\text{In Ativo} = \text{Ln} (\text{Ativo Total})$
Variáveis de Controlo	Dimensão do Conselho de Administração	DimCA	Nº de Membros do CA
Variáveis de Controlo	Valor de Mercado	LNValorMercado	$\text{In Valor de Mercado} = \text{Ln} (\text{Valor de Mercado})$
Variáveis de Controlo	Chief Executive Officer (CEO) e President Executive (Chairman)	CEO_Chairman	Variável Dummy em que 1 significa que o CEO também é o Chairman
Variáveis de Controlo	Percentagem de Mulheres no Conselho de Administração	PercMCA	$\text{MulheresnoCA} = \frac{N \text{ Mulheres do CA}}{N \text{ total de membros do CA}}$
Variáveis de Controlo	Percentagem de Mulheres Independentes	PercMDirInd	$\text{MulheresIndependentes} = \frac{N \text{ Mulheres Independentes}}{N \text{ total de Mulheres CA}}$

2.4 – Definição da Amostra

A amostra do nosso estudo é composta por empresas do tecido empresarial português, num período compreendido entre 2010 e 2016.

São consideradas as empresas cotadas no mercado de ações português, PSI20. A amostra é constituída por 25 empresas com observações anuais, a 31 de dezembro. Consideraram-se 25 empresas pois existiram empresas que saíram e outras que entraram neste mercado de ações. Nesta situação encontramos, por exemplo: Banif, NOS, Pharol, The Navigator Company, S.A, entre outras,

As sociedades integrantes da amostra constam da tabela 4 abaixo apresentada.

Tabela 4 - Empresas Cotadas no PSI20

Empresas cotadas no PSI20	
	Altri, SGPS, SA
	Banco Comercial Português, SA
	Banif, SA
	BPI, S.A.
	Corticeira Amorim - SGPS, SA
	CTT - Correios de Portugal, S.A.
	EDP - Energias de Portugal, SA
	EDP Renováveis, SA
	Galp Energia - SGPS, SA
	Ibersol - SGPS, SA
	Impresa - SGPS, SA
	Jerónimo Martins - SGPS, SA
	Mota-Engil, SGPS, SA
	Novabase - SGPS, SA
	NOS, SGPS, SA
	Portucel, SA
	Portugal Telecom, SGPS, SA.
	PHAROL, SGPS, SA. (ex Portugal Telecom, SGPS, SA.)
	The Navigator Company, S.A. (ex Portucel, SA)
	REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, SA

	Semapa - Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA
	Sonae - SGPS, SA
	Sonae Capital - SGPS, SA
	Teixeira Duarte, SA
	ZON - SGPS, SA

Estando as mesmas divididas pelos seguintes sectores de atividade:

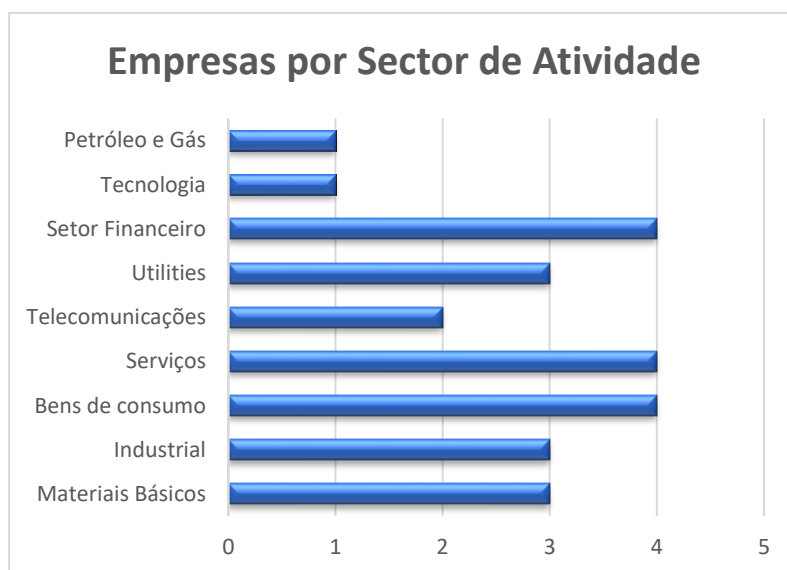


Gráfico 1 - Empresas por sector de atividade

2.5 - Método Utilizado

O estudo teve por base modelos lineares cujos parâmetros se estimaram através do software econométrico STATA.

Para o estudo utilizaram-se dados em painel, organizados cronologicamente, conforme o horizonte temporal definido anteriormente (sete anos), e todas as empresas cotadas no PSI20 durante o período. A natureza dos dados em painel sugere a utilização de modelos lineares que incorporem, em simultâneo, informação das empresas que constam na amostra e sete anos de horizonte temporal.

Segundo Baltagi (2001), a utilização de dados em painel exhibe bastantes vantagens, tais como: a possibilidade de controlar a heterogeneidade individual, retirar mais informação dos dados, mais variabilidade e mais eficiência.

O modelo utilizado no nosso estudo é o modelo OLS. Este modelo foi utilizado em estudos similares como, Le et al. (2013), Harjoto et al. (2019), Abdelbadie et al. (2019), Fernandes, (2008), entre outros.

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

$$Y_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 PercDirInd_{i,t-1} + \beta_3 LnAtivo_{i,t-1} + \beta_4 DimCA_{i,t-1} \\ + \beta_5 LnValorMercado_{i,t-1} + \beta_6 CEO_Charman_{i,t-1} \\ + \beta_7 PercMCA_{i,t-1} + \beta_8 PercMDirInd_{i,t-1} + u_{1,t-1}$$

A variável $Y_{i,t}$ representa ROA, ROE e Q de Tobins.

Nesta investigação, com base na literatura apresentada, irão ser utilizadas três medidas de performance - ROA, ROE e Q de Tobins, de modo a verificar se existe consistência nos resultados obtidos.

Ao analisar a literatura já existente, verificamos que os modelos utilizados por diferentes autores são bastante heterogêneos, principalmente em termos de variáveis escolhidas. Assim, optamos por utilizar as variáveis mais escolhidas. Na regressão, os β (betas) representam os coeficientes de regressão - alteração direta no valor médio da variável dependente por variação unitária da variável explicativa respetiva. A constante β_1 representa o valor médio que a variável dependente regista quando a variável explicativa assume o valor zero. O $u_{i,t}$ por sua vez, representa o termo de perturbação estocástico, sendo que o i e t representam, respetivamente, a empresa e o ano.

Capítulo 3 – Análise e discussão de resultados

3.1 – Estatísticas descritivas

3.1.1 – Estatística descritiva para a amostra total

A tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, que reflete a média, o desvio padrão, o mínimo e máximo de todas as variáveis utilizadas neste estudo.

Tabela 5 Estatística Descritiva

Tabela de Estatística Descritiva				
	Média	Std. Dev.	Min	Max
Variáveis dependentes				
ROE	0,0855068	0,2606539	-2,318132	1,262722
ROA	0,0484575	0,0370867	-0,520085	0,1961718
TobinsQ	0,1342669	0,1229496	0,0011722	0,4996227
Variável Independente				
PercDirInd	0,2432092	0,1901418	0	0,7777778
Variáveis de controlo				
Variáveis de Controlo Governance				
CEO_Chairman	1,879195	0,3270001	0	1
PercMCA	0,0932143	0,1104137	0	0,333333
PercMDirInd	0,0456642	0,1016735	0	0,4285714
DimCA	11,4698	5,584192	3	25
Variáveis de Controlo Empresa				
LNAtivo	9,212234	0,751454	7,583025	10,64428
LNValordeMercado	8,09375	0,9617019	5,954243	9,63964

As variáveis dependentes da regressão, ROE, ROA, TobinsQ, apresentam valores médios de, 8,55%, 4,85% e 13,43%, respetivamente. Relativamente ao desvio padrão pode-se concluir que o ROE é a variável que apresenta um maior desvio. Por sua vez, a variável ROA é a variável dependente que apresenta o menor desvio padrão.

É importante salientar que em média as empresas cotadas no PSI20, apresentam um conselho de administração composto por 24,32% de diretores independentes.

Na tabela 6 são apresentadas as correlações entre todas as variáveis utilizadas no estudo: variáveis dependentes, variável independente e variáveis de controlo.

Tabela 6 Matriz de Correlações entre Variáveis

	ROE	ROA	TobinsQ	PercDirInd	CEO_Chairman	PercMCA	PercMDirInd	DimCA	LNAtivo	LNValordeMercado
ROE	1									
ROA	0,4106	1								
TobinsQ	-0,0998*	0,0554*	1							
PercDirInd	-0,0285**	-0,2012	0,2336	1						
CEO_Chairman	0,0559*	0,2504	0,1628	-0,0528*	1					
PercMCA	0,0624*	-0,0332**	0,1138	0,0241**	-0,0625*	1				
PercMDirInd	-0,1875	-0,1625	0,1839	0,4453	-0,2733	0,162	1			
DimCA	-0,0398	-0,2598	-0,2818	0,1932	-0,0205**	-0,1019	0,0323**	1		
LNAtivo	0,2232	0,3612	0,1038	0,0193**	-0,0433**	-0,0303**	0,0138**	0,0725*	1	
LNValordeMercado	0,0872*	0,4273	0,57	0,1176	0,1254	-0,0589*	0,0976*	-0,2056	0,7882	1

A variável de interesse, neste caso a percentagem de diretores independentes, apresenta uma correlação negativa com duas das variáveis dependentes: ROE e ROA. Por outro lado, apresenta uma correlação positiva com a variável dependente TobinsQ

Podemos verificar ainda a existência de um conjunto de variáveis com correlações estatísticas significativas. Seria esperado que as variáveis dependentes tivessem entre si, por regra, uma correlação elevada ou moderada, estatisticamente significativa, pelo facto de todas terem como base os resultados das empresas e representarem a performance da empresa.

No entanto, e pelo facto de no cálculo das variáveis dependentes se utilizar diferentes elementos das demonstrações financeiras e dos outputs dos mercados financeiros, verifica-se pelos resultados do coeficiente de correlação de Pearson, que as variáveis dependentes não apresentam entre elas correlações elevadas ou moderadas. Assim sendo, podemos referir que em relação às variáveis dependentes estamos perante uma correlação fraca positiva entre o ROE e o ROA, ainda existe uma relação ínfima positiva entre o ROA e TobinsQ e, por sua vez, existe uma relação ínfima negativa entre ROE e TobinsQ.

Relativamente aos restantes conjuntos de variáveis podemos identificar duas correlações moderadas positivas entre LNAtivo e LNValordeMercado e entre TobinsQ e LNValordeMercado.

3.2 – Resultados empíricos

Na análise foi verificado o impacto dos diretores independentes na performance das empresas, para a totalidade da amostra, no período de 2010 a 2016.

De acordo com estudos anteriores, inicia-se a pesquisa com a análise da regressão considerando a estimação pelo Método dos Mínimos Quadrados (OLS), assegurando que, ao longo dos anos em análise, as variáveis se mantêm constantes.

A tabela 7 apresenta as estatísticas de regressão utilizando OLS, por cada uma das variáveis dependentes: ROA, ROE e Q de Tobins.

Tabela 7 Teste de Efeitos Fixos OLS

Variáveis	Dependentes		
	ROE	ROA	TobinsQ
Independentes			
Constante	-1,531052 (0,018)	0,476523 (0,259)	-2,397618 (0,000)
PercDirInd	0,225842 (0,177)	-0,003617** (0,864)	-0,011793** (0,613)
CEO_Charman	0,027547** (0,723)	0,010058** (0,301)	-0,026482** (0,015)
PercMCA	0,257568 (0,324)	0,113782 (0,001)	-0,017084** (0,649)
PercMDirInd	-0,497342 (0,065)	-0,011991** (0,708)	-0,001000*** (0,977)
DimCA	-0,011722** (0,12)	-0,000452*** (0,682)	0,003893*** (0,002)
LNAtivo	0,302044 (0,001)	-0,010222** (0,568)	-0,132123 (0,000)
LNValordeMercado	-0,144276 (0,065)	-1,044137 (0,322)	0,464953 (0,000)
Nº obs	149	149	149

Com a utilização deste modelo pode-se verificar que a variável dependente ROA apresenta um coeficiente positivo com a variável independente, sugerindo que o impacto dos diretores independentes é positivo, sendo que a variável dependente não apresenta significância estatística com a variável independente. Contudo, existe um coeficiente negativo entre duas variáveis dependentes (ROA e Q de Tobins) com a variável independente, apresentando ambas significância estatística.

É de salientar que, com a utilização deste modelo, a grande maioria das variáveis não apresenta coeficiente positivo com significância estatística. Exceto a variável CEO_Charman que apresenta coeficiente positivo com significância estatística para ROE e ROA.

Através do modelo de regressão linear podemos perspetivar quais os principais resultados de acordo com as hipóteses elaboradas no capítulo anterior. Estas permitem averiguar se as variáveis dependentes em análise são influenciadas com a variável independente, a percentagem de diretores independentes.

Tabela 8 - Estado e Significância das Hipóteses

<i>Hipótese</i>	<i>Estado</i>
<i>H0.1 – A percentagem de diretores independentes não tem influência na performance das empresas pelo ROE.</i>	Não Rejeitado
<i>H0.2 – A percentagem de diretores independentes não tem influência na performance das empresas pelo ROA.</i>	Rejeitado
<i>H0.3 – A percentagem de diretores independentes não tem influência na performance das empresas pelo Q de Tobin.</i>	Rejeitado
<i>H1.1 – A percentagem de diretores independentes tem influência positiva na performance das empresas pelo ROE.</i>	Rejeitado
<i>H1.2 – A percentagem de diretores independentes tem influência positiva na performance das empresas pelo ROA.</i>	Rejeitado
<i>H1.3 – A percentagem de diretores independentes tem influência positiva na performance das empresas pelo Q de Tobin.</i>	Rejeitado
<i>H2.1 – A percentagem de diretores independentes tem influência negativa na performance das empresas pelo ROE.</i>	Rejeitado

<i>H2.2 – A percentagem de diretores independentes tem influência negativa na performance das empresas pelo ROA.</i>	Não Rejeitado
<i>H2.3 – A percentagem de diretores independentes tem influência negativa na performance das empresas pelo Q de Tobin.</i>	Não Rejeitado

As hipóteses que se revelam como verdadeiras para o período de análise de 2010 a 2016 são H0.1, H2.2 e H2.3, devido às mesmas não terem sido rejeitadas.

3.3 – Discussão dos Resultados

O presente estudo é apenas exploratório, tendo como objetivo principal analisar o impacto que os diretores independentes têm na performance das empresas cotadas no PSI20, no período de 2010 a 2016.

Optou-se por expor e comentar sucintamente os resultados obtidos no ponto 3.2 – Resultados empíricos. Assim, neste contexto, irá ser realizada a discussão dos resultados obtidos.

De acordo com o objetivo deste estudo, é importante analisar em primeira instância a relação entre a nossa variável independente e as variáveis dependentes.

Os diretores independentes são considerados essenciais para o desenvolvimento das empresas. Jackling et al. (2009), Pathan et al. (2007) e Liu et al. (2015) referem que a independência consegue evitar a apropriação indevida da gestão, ou seja, minimizam o oportunismo potencial dos administradores executivos. Silveira (2002) refere ainda que um conselho de administração mais independente contribui para a redução dos conflitos de agência, controlando e monitorando a gestão da empresa.

Era de esperar um resultado positivo entre a independência e a performance da empresa, não só de acordo com os autores referidos anteriormente, mas também pelas recomendações da CMVM.

Após a análise da tabela 7 e da tabela 8, verifica-se a existência de um coeficiente positivo no ROE, contudo, sem significância estatística. Já quando a performance da empresa é

medida através dos variáveis ROA e Q de Tobins, o coeficiente da variável independente é negativo e estatisticamente significativo.

Conforme referido anteriormente, a grande maioria das variáveis não apresenta coeficiente positivo com significância estatística. Contudo, outra conclusão que podemos retirar da análise desta tabela prende-se com as variáveis de controlo, mostrando a distinção entre variáveis relacionadas com a performance contabilística das empresas, ROE e ROA, e a variável de performance de mercado, Q de Tobin. Exemplificando, a variável CEO_Charman apresenta sempre coeficiente positivo para ROA e ROE. Porém, quando a variável dependente é Q de Tobins, esse coeficiente é negativo. O mesmo acontece com a variável da Dimensão do Conselho de Administração que apresenta um efeito negativo nas duas variáveis de performance contabilística e positivo para a variável de performance de mercado.

Com o referido, seria de esperar uma variação igual entre a variável independente e as duas variáveis de performance contabilística, mas o mesmo não acontece.

Mesmo que a maioria dos autores apresente resultados positivos, os nossos resultados, negativos para ROA e Q de Tobins, vão de acordo com Adams et al. (2016), Bhagat et al. (2001), Crespi et al. (2017), Cavaco et al. (2017) e Shukeri et al. (2012), que apresentam uma relação negativa entre a independência do conselho de administração e a performance das empresas. Estes salientam que as performances das empresas estão relacionadas com a experiência financeira de diretores internos.

É de referir ainda que a percentagem de diretores independentes não tem influência na performance das empresas pelo ROE, de acordo com os estudos de Rodrigues (2012), Siva (2017) e Leung et al. (2009).

Para controlar o enviesamento das variáveis dependentes e, por sua vez, aumentar a robustez dos resultados, torna-se importante analisar a relação que existe entre estas e as nossas variáveis dependentes, de modo a confirmar ou não os resultados já referidos anteriormente.

Pode-se confirmar que a variável dependente ROE é influenciada negativamente por três variáveis de controlo: dimensão do conselho de administração, percentagem de mulheres independentes, juntamente com a dimensão da empresa. Sendo afetada positivamente apenas pela variável de dualidade entre CEO e Chairman.

A variável dependente Q de Tobins também apresenta três variáveis de controlo com influência negativa: dualidade entre CEO e Chairman, percentagem de mulheres no conselho de administração e pela percentagem de mulheres independentes. Salienta-se ainda que a dimensão do conselho de administração apresenta um efeito positivo segundo Q de Tobins.

Shukeri et al. (2012) refere que não é só a independência do conselho de administração que influencia negativamente o desempenho da empresa, mas também a dualidade do CEO e Chairman. Por outro lado, o autor ainda refere que a dimensão do conselho e a diversidade étnica e de género apresentam um efeito positivo. Yermack (1996) apresenta resultados semelhantes a Shukeri et al. (2012), mas este evidencia que a relação negativa está também relacionada com o tamanho do conselho e o valor da empresa.

Apesar de existirem algumas conclusões distintas relativamente ao efeito positivo ou negativo das variáveis de controlo no desempenho das empresas, de acordo com Shukeri et al. (2012) e Yermack (1996), podemos assegurar a veracidade do nosso estudo.

Esta veracidade deve-se ao facto de para cada variável dependente com relação negativa, com a variável independente (percentagem de diretores independentes), conseguir-se, em ambos os casos, três variáveis das seis de controlo, com o mesmo efeito negativo e, consequentemente, com níveis de significância.

Os nossos resultados vão contra os resultados de Jackling et al. (2009), Pathan et al. (2007), Liu et al. (2015), Fuzi et al. (2016), Filatotchev et al. (2007) e Alves (2014). Os autores apresentam resultados positivos e com significância estatística na relação entre a independência do conselho de administração e, a performance das empresas.

Capítulo 4 – Conclusões do estudo

Esta pesquisa examina se a presença de diretores independentes afeta a performance das empresas cotadas do PSI20.

Para o estudo foi usada uma amostra de 25 empresas de Portugal, no período compreendido entre 2010 e 2016. Há um claro consenso no que diz respeito à importância da governança corporativa e dos seus mecanismos dentro de uma empresa, sendo que, os mecanismos das entidades como CMVM levam a uma melhor atividade organizacional. No entanto, a literatura anterior já se torna um pouco mais ambígua no que diz respeito ao aumento e melhoria da performance das empresas em consequência do aumento da independência do conselho de administração.

Derivado a esta ambiguidade existente na literatura e, de forma a perceber a ligação entre os diretores independentes e a performance das empresas, colocamos nos nossos testes algumas variáveis de controlo para alcançar resultados mais robustos e fidedignos.

Podemos, assim, concluir que a independência do conselho de administração e a performance da empresa apresentam uma relação negativa, isto é, um aumento da percentagem de diretores independentes pressupõe uma diminuição da performance da empresa, de acordo com o ROA e Q de Tobins. Este resultado não era o mais esperado; com a aplicação das recomendações da CMVM e a importância demonstrada por esta entidade relativamente aos diretores independentes, era de esperar que a percentagem de diretores independentes aumentasse a performance das empresas, reduzindo assim os custos de agência.

Naturalmente, e à semelhança de qualquer estudo, a investigação apresenta algumas limitações. Por um lado, o tamanho reduzido da amostra, por só ter sido utilizado o PSI20, por outro lado, o espaço temporal, que deveria ter sido superior.

Obviamente que, para se poder considerar a validade externa da investigação efectuada, mais empresas deveriam ser incluídas no estudo.

É considerado, para efeitos de estudos futuros, a realização do mesmo estudo, mas com um espaço temporal diferente e com todas as empresas cotadas em Portugal, para percebermos se existe ou não uma relação negativa entre a independência do conselho de

administração e a performance da empresa. Outra área de interesse será analisar a importância do papel das mulheres na performance das empresas.

Referências Bibliográficas

Abdelbadie, R. A., & Salama, A. (2019). Corporate governance and financial stability in US banks: Do indirect interlocks matter?. *Journal of Business Research*, 104, 85-105.

Adams, M., & Jiang, W. (2016). Do outside directors influence the financial performance of risk-trading firms? Evidence from the United Kingdom (UK) insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 64, 36-51.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *The journal of finance*, 62(1), 217-250.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of financial economics*, 94(2), 291-309.

Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: what is the trigger? *Organization Studies*, 25(3), 415-443.

Alves, C., & Mendes, V. (2004). Corporate governance policy and company performance: the Portuguese case. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 290-301.

Alves, S. (2014). The effect of board independence on the earnings quality: evidence from portuguese listed companies. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 8(3), 23.

Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2006). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências*. São Paulo: Atlas.

Andrade, L. P. D., Torres Salazar, G. E. R. M. A. N., Leal Calegário, C. L., & Soares Silva, S. A. B. R. I. N. A. (2009). *Governança Corporativa: Uma análise da Relação do Conselho de Administração como valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras*. RAM. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(4).

Antas, A. R. R. (2016). *Corporate governance e o desempenho das empresas portuguesas* (Doctoral dissertation).

Arruda, G. S., Madruga, S. R., & de Freitas Junior, N. I. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da UFSM*, 1(1).

Batista, C. D. B. (2011). As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de Corporate Governance em Portugal.

Bhagat, S., & Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long-term firm performance. *J. CorP.* 1., 27, 231.

Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), 257-273.

Campos, L., Pires, A. M., & Fernandes, P. O. (2017). Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: Um estudo de caso das empresas cotadas em Portugal. In XVI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria. Ordem dos Contabilistas Certificados (OCC).

Cavaco, S., Crifo, P., Rebérioux, A., & Roudaut, G. (2017). Independent directors: Less informed but better selected than affiliated board members?. *Journal of Corporate Finance*.

CMVM, código de governo das sociedades da CMVM (recomendações). Retrieved from <https://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/ConsultasPublicas/CMVM/Documents/4.%20Novo%20C%C3%B3digo%20Gov.%20Soc.%20CMVM.pdf>

CMVM, comunicados. Retrieved from <https://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Comunicados/Pages/20171013z.aspx>

CMVM (1999), Recomendações Sobre o Governo das Sociedades Cotadas

CMVM, Regulamento interno. Retrieved from <https://www.cmvm.pt/pt/CMVM/Apresentacao/Pages/Regulamento-interno-da-CMVM.aspx>

Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2004). The Sarbanes Oxley Act of 2002: Implications for compensation contracts and managerial risk-taking.

Crespí, Cladera, R., & Pascual-Fuster, B. (2014). Does the independence of independent directors matter?. *Journal of corporate finance*, 28, 116-134.

CSC (2017), Código das Sociedades Comerciais

- Cunha, V. (2005). O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas. Tese de Mestrado em Contabilidade e Administração da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho, Braga.
- Dahya, J., McConnell, J. J., & Travlos, N. G. (2002). The Cadbury committee, corporate performance, and top management turnover. *The Journal of Finance*, 57(1), 461-483.
- 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.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Faria, M. D. L. (2014). Corporate Governance e a criação de Valor.
- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E., & Neiva, J. (2012). *Análise Financeira-Teoria e Prática*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Fernandes, Carla & Peguinho, Cristina e Vieira, Elizabete. *Análise Financeira –Teoria e Prática*, 2ª edição, 2013.
- Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members. *Journal of multinational financial management*, 18(1), 30-44.
- Ferreira, D., & Kirchmaier, T. (2013). Corporate boards in Europe: size, independence and gender diversity. *Boards and shareholders in European listed companies: Facts, context and post-crisis reforms*, 191-224.
- Franco, J. M. M., & Viçoso, M. (2011). *Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas*.
- Filatotchev, I., Isachenkova, N., & Mickiewicz, T. (2007). Corporate governance, managers' independence, exporting, and performance of firms in transition economies. *Emerging markets finance and trade*, 43(5), 62-77.
- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. K. (2016). Board independence and firm performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465.

- García, R., & García-Olalla, M. (2014). Board independence and firm performance in Southern Europe: A contextual and contingency approach. *Journal of Management & Organization*, 20(3), 313-332.
- Godoy, P., & Marcon, R. (2006). Agency theory and organizational conflicts: the influence of transfers and promotions on agency costs in a banking institution. *Mackenzie Management Review (Mackenzie Management Review)*, 7 (4).
- Harjoto, M. A., & Rossi, F. (2019). Religiosity, female directors, and corporate social responsibility for Italian listed companies. *Journal of Business Research*, 95, 338-346.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Jackling, B. e Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 17, N° 4, pp.492–509.
- Jo, H., Song, M. H., & Tsang, A. (2016). Corporate social responsibility and stakeholder governance around the world. *Global Finance Journal*, 29, 42-69.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. In *Economics social institutions* (pp. 163-231). Springer, Dordrecht.
- Lang, L. H., Walkling, R. A., & Stulz, R. M. (1989). Managerial performance, Tobin's Q, and the gains from successful tender offers. *Journal of Finance*, 24, 137-154.
- Le, S. A., Kroll, M. J., & Walters, B. A. (2013). Outside directors' experience, TMT firm-specific human capital, and firm performance in entrepreneurial IPO firms. *Journal of Business Research*, 66(4), 533-539.
- Leung, S., Richardson, G., & Jaggi, B. (2014). Corporate board and board committee independence, firm performance, and family ownership concentration: An analysis based on Hong Kong firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(1), 16-31.
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244.

- Mak, Y. T., & Kusnadi, Y. (2005). Size really matters: Further evidence on the negative relationship between board size and firm value. *Pacific-Basin finance journal*, 13(3), 301-318.
- Morais, M. L. R. (2012). *Influência do Governo das Sociedades na Elisão Fiscal das Empresas Portuguesas*.
- Moreira, J. M., Gonçalves, H., & Oliveira, G. A. (2004). Corporate Governance em Portugal. In XII Conferência Anual de Ética, Economia, Dirección-Ética y Finanzas (Vol. 3).
- Nunes, A. A. B. (2017). Práticas de controladoria adotadas pelas organizações brasileiras: um estudo sobre publicações. *Revista de Administração e Contabilidade da FAT*, 6(1), 42-56.
- OCDE (2016), *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259195-pt>
- Oliveira, Á. T. A., Lucena, W. G. L., de Lima Pereira, M., & de Barros Camara, R. P. (2016). Governança corporativa: um estudo da relação entre custo de agência e conselho de administração nas empresas listadas no IBrX-100. In *Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC*.
- Pathan, S., Skully, M., & Wickramanayake, J. (2007). Board size, independence and performance: An analysis of Thai banks. *Asia-Pacific Financial Markets*, 14(3), 211-227.
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2017). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*.
- Poças, C. E. D. C. (2012). *Corporate governance: a composição e o estatuto remuneratório do órgão de administração (Doctoral dissertation)*.
- Rodrigues, E. N. (2012). *Corporate Governance: A Relação entre As Características do Conselho de Administração e o Desempenho das Empresas na Euronext Lisbon (Dissertation, Instituto Superior de Economia e Gestão)*.
- Rodrigues, J., Seabra, F., & Mata, C. (2008). Independência dos administradores nos bancos portugueses no PSI20. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 7(3), 34-42.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.

Shukeri, S. N., Shin, O. W., & Shaari, M. S. (2012). Does board of director's characteristics affect firm performance? Evidence from Malaysian public listed companies. *International Business Research*, 5(9), 120.

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 de Arruda, G., Rossi Madruga, S., & Izaguirry de Freitas Junior, N. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 1(1).

Silva, H. J. C. (2017). *Corporate Governance e Performance: O impacto dos administradores não executivos na performance das empresas cotadas em Portugal*.

Silveira, A. D. M. D. (2002). *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).

SMITH, Adam, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*.,cuja frase original é when ownership and control of corporations are not fully coincident, there is potential for conflicts of interest between owners and controllers.

Sousa, R. S. M. R. (2017), *O dever de lealdade dos administradores das sociedades anónimas*.

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 1, Nº 1.

Teixeira, Sebastião (2010). *Gestão das organizações*.

Walsh, C. (1996). *Key Management Ratios: How to Analyse, Compare, and Control the Figures that Drive Company Value*. Financial Times Management.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.

Yu, Z., Li, J., & Yang, J. (2017). Does corporate governance matter in competitive industries? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 43, 238-255.

Zhang, I. X. (2007). Economic consequences of the Sarbanes–Oxley Act of 2002. *Journal of accounting and economics*, 44(1-2), 74-115.