

Mecanismos de Controlo Societário: Evidência Empírica em Cinco Países Europeus

Mónica Susana Vasco Pereira
E-mail: monpereira@deloitte.pt
Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)

Ilídio Tomás Lopes
E-mail: ilidio.tomas.lopes@iscte.pt
Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)
Business Research Unit (BRU-IUL)

Resumo:

Ao longo das últimas décadas, os mecanismos do Governo Societário têm sido utilizados como método para alcançar vantagens competitivas face ao crescente dinamismo dos mercados. Esta investigação tem objetivo descrever de que forma os diversos mecanismos de controlo societário, influenciam o desempenho das empresas de cinco países Europeus. Tem ainda como objetivo caracterizar os mecanismos de controlo societário e o seu impacto no desempenho empresarial. Para os concretizar, recorre-se em primeiro lugar, à análise descritiva e, posteriormente, à análise de regressão linear múltipla. Os resultados evidenciam que o desempenho empresarial é afetado negativamente pela Dimensão do Conselho de Administração, pela Dualidade do CEO e pela Concentração do Direito de Voto. Contrariamente, a relação é positiva com a Independência do Conselho de Administração e com a Presença de Mulheres no Conselho de Administração. Não apresenta correlações estatisticamente significativas com a Qualidade do Auditor. É de sublinhar que não existe convergência na distribuição de algumas variáveis (*Turnover*, *Market Value*, Dimensão do Conselho de Administração, Dualidade do CEO e Presença de Mulheres no Conselho de Administração) quando a amostra é dividida em dois grupos de países diferentes (Países Ibéricos vs. Bélgica, Holanda e França).

Palavras chave: desempenho empresarial, Euronext, governo societário, mecanismos de controlo

Abstract:

Over the last decades, Corporate Governance (CG) mechanisms have been used as key companies' drivers towards competitive advantages achievements, in the scope of increasingly complex and dynamic markets. This research aims to identify whether different corporate control mechanisms impact on performance and profitability of the companies listed in five European exchange markets. Furthermore, it also aims to describe those corporate control mechanisms, associating them with businesses' performance. In order to achieve those goals, it was followed, in a first step, a descriptive analysis and, afterwards, the use of multiple linear regressions. Broadly, businesses' performance evidences a negative correlation with the size of the Board of Directors, with the Duality of CEO, and with the Voting Rights Concentration. In contrast, the relationship is positive when we consider the Independence of the Board and the proportion of Women's in the Board of Directors. Within this research, we didn't find a statistically significant correlation between performance and the independent variable Auditor Quality. It is also relevant to underline that the distribution of several variables (*Turnover*, *Market Value*, Board Size, CEO Duality, and Women's Presence on the Board) is not convergent when the sample is split into two different groups of countries (Iberian countries vs. Belgium, Netherlands, and France).

Keywords: business performance, Euronext, corporate governance, control mechanisms,

1.0 Governo Societário

1.1. Enquadramento

O conceito de *Governo Societário* (do inglês *Corporate Governance*) tem sido alvo de vários estudos académicos e debates públicos nos últimos anos (Akbar, 2015). Porém, é possível encontrar a génese desta temática no trabalho de Adam Smith com a publicação do livro "*The Wealth of Nations*", em 1776, e posteriormente, em 1932, com a publicação do livro "*The Modern Corporation and Private Property*", da autoria de Berle e Means. Diferentes autores (Bhagat e Black, 2000; Aljifri e Moustafa, 2007; Martins e Cunha, 2007; Uadiale, 2010; Nanka-Bruce, 2011; Al-Saidi e Al-Shammari, 2012; Nicolăescu, 2012; Felício e Villardón, 2014; Nath et al., 2015; Vintilă et al., 2015) têm estudado o Governo Societário, sendo que existem alguns que têm seguido uma vertente qualitativa (Al-Saidi e Al-Shammari, 2012; Nicolăescu, 2012) enquanto outros têm abordado a temática numa vertente quantitativa

(Bhagat e Black, 2000; Aljifri e Moustafa, 2007; Martins e Cunha, 2007; Uadiale, 2010; Nanka-Bruce, 2011; Felício e Villardón, 2014; Nath et al., 2015; Vintilã et al., 2015).

Apesar de se assistir, nos últimos anos, a um aumento do número de estudos sobre a temática, é evidente que se trata de um tópico bastante complexo pois, segundo Judge (2010), existem por todo o mundo diversos mecanismos de governação desenvolvidos pela gestão das empresas. De acordo com Nanka-Bruce (2011), a teoria de agência prevê que os mecanismos de governação, tal como a estrutura de propriedade e a estrutura e funções do conselho de administração, são questões importantes que afetam o desempenho.

As empresas em muitos casos necessitam de informação adicional à apresentada nas demonstrações financeiras de forma voluntária e regular. Assim, esta informação adicional diz respeito a diferentes domínios tais como a divulgação de informação sobre ativos intangíveis, sobre responsabilidade social corporativa e sobre riscos empresariais (Beattie, 2005), o que leva à necessidade de recolha dos *Relatórios do Governo Societário* para obtenção dos dados que não constam nos Relatórios de Contas de base periódica. É de salientar que algumas empresas já incorporam nos *Relatórios Anuais* o seu *Relatório do Governo Societário*.

Assim, os mecanismos de Governo Societário (GS) podem estar expressos nos Relatórios e Contas das empresas, mais concretamente num tópico denominado Governo Societário. No entanto, é de salientar que as empresas podem publicar o Relatório do Governo Societário separadamente do Relatório e Contas. Porém, nesse relatório não existe qualquer interligação entre os mecanismos de *Corporate Governance* e o desempenho da empresa. Como referido por Rose (2007), são vários os estudos realizados para perceber a influência que estes têm no desempenho financeiro das empresas.

Constatada a reduzida, ou mesmo escassa, informação incluída nos Relatórios do Governo Societário, acerca do impacto que os mecanismos do GS têm no desempenho das empresas, a literatura tem procurado tipificar a forma como estes influenciam o desempenho das empresas.

1.2. Revisão da literatura

Bhagat e Black (2000) analisaram a relação entre a composição dos conselhos de administração no mercado de ações de longo prazo e o desempenho contabilístico das empresas, realizado num período de 10 anos a partir de 1985. Neste estudo, foram analisadas as

934 maiores empresas dos EUA, tendo os autores concluído que não existem relações significativas entre a composição do conselho de administração e o desempenho empresarial, tal como Baysinger e Butler (1985) já tinham verificado em estudos anteriormente realizados. No entanto, é de salientar que neste estudo foram utilizadas como variáveis dependentes para medir o desempenho das empresas, o Q de Tobin, a Rendibilidade do Ativo (ROA), o Retorno Ajustado ao Mercado das Ações (*market-adjusted return*) e a Rotação do Ativo (Vendas sobre Ativo), variáveis que foram igualmente utilizadas num estudo posterior realizado pelos mesmos autores (Bhagat e Black, 2001), e como variáveis independentes a dimensão do conselho de administração, a independência do conselho de administração e a dualidade do CEO (*Chief Executive Officer*).

Um outro estudo, que tinha como objetivo investigar o efeito de alguns mecanismos, internos e externos, do GS no desempenho de 51 empresas nos Emirados Árabes Unidos, realizado em 2004, foi efetuado por Aljifri e Moustafa (2007). Várias foram as variáveis utilizadas para a sua consequente relação com o desempenho das empresas, tais como o rácio de endividamento, a existência de investidores institucionais, a propriedade governamental, a dimensão do conselho de administração, o tipo de empresa responsável pela auditoria e o índice de pagamento. Como variável de controlo foi utilizada a dimensão da empresa. Estes autores utilizaram o Q de Tobin para medir o desempenho, tal como Bhagat e Black (2001) já o haviam feito. Para as variáveis “investidores institucionais”, “dimensão do conselho de administração”, “tipo de auditoria” e “dimensão da empresa”, concluíram que estas variáveis têm um impacto estatisticamente não significativo no desempenho das empresas, salientando que são bastante eficazes em qualquer sistema de GS. Por outro lado, e relativamente às variáveis “rácio de endividamento”, “propriedade governamental” e “índice de pagamento”, os autores verificaram que estas afetam o desempenho das entidades, ou seja, são estatisticamente significativas. A variável “propriedade governamental” e a variável “índice de pagamento” afetam positivamente o desempenho empresarial, enquanto a variável “rácio de endividamento” afeta negativamente o desempenho das empresas.

Martins e Cunha (2007), num estudo efectuado a 51 empresas, 26 cotadas na *Euronext Lisbon* e 25 sociedades de capital privado, analisaram o principal mecanismo de governação interna, conselho de administração, e o seu impacto no desempenho das empresas portuguesas num período entre 2001 e 2003. Neste caso foram analisadas várias variáveis relacionadas com o conselho de administração como o número de membros do conselho de administração, a

independência do conselho de administração, o cargo de CEO e o presidente do conselho de administração serem desempenhados pela mesma pessoa, e a remuneração dos membros do conselho indexada aos resultados da empresa. Os autores utilizaram quatro variáveis de desempenho: Rendibilidade do Capital Próprio (ROE); Rendibilidade do Ativo utilizando o EBITDA; Rendibilidade do Ativo utilizando o Resultado Operacional; e a Rotação do Ativo. Concluíram que se a remuneração dos membros do conselho estiver indexada aos resultados, o desempenho das empresas melhora, ou seja, apresenta um efeito positivo na variável dependente, tanto no caso das empresas cotadas como em empresas não cotadas. Por outro lado, verificaram um efeito significativo, embora negativo, no desempenho, relativamente ao número de membros do conselho de administração, no caso de empresas cotadas, enquanto no caso das empresas não cotadas o resultado verificado foi o oposto. Os autores argumentam a existência de uma relação estatisticamente significativa entre o desempenho empresarial e a variável associada à independência do conselho de administração, registando-se um efeito negativo nas empresas cotadas e um efeito não estatisticamente significativo nas empresas não cotadas. Por fim, a dualidade do CEO revela-se uma variável estatisticamente significativa, no caso das empresas não cotadas, apresentando uma relação positiva com a variável de desempenho, evidência posteriormente corroborada por Nanka-Bruce (2011). Neste caso é apoiada a separação das funções de CEO e presidente.

Uadiale (2010) procedeu ao estudo de 30 empresas da Nigéria, com referência ao ano de 2007, sendo que as empresas do sector financeiro e público foram excluídas. Concluiu, ao contrário do que foi observado por Yermack (1996) e Guest, (2008), que existe uma associação positiva entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho, enquanto outros autores como Haat et al. (2008) e Ghazali (2010) defendem que a variável dimensão do conselho de administração, não é estatisticamente significativa para explicar o desempenho financeiro das empresas. Uadiale (2010) verificou ainda que existe uma associação negativa entre a dualidade do CEO e o desempenho, quando utiliza como variável dependente o ROE, (estimula a separação das funções de CEO e presidente), tal como Elsayed (2007) já havia verificado anteriormente. Mas, quando utiliza como variável dependente o ROCE, verifica-se o contrário. O mesmo autor constatou que existe uma relação positiva entre a composição do conselho de administração e o desempenho das empresas. Contudo, apurou a existência de uma relação negativa da variável dependente com a variável independente, propriedade do conselho de administração.

O estudo efetuado por Nanka-Bruce (2011) averiguou o impacto dos mecanismos internos de governação societário no desempenho das empresas de 15 países da Europa Ocidental e os EUA, no período de 2003 a 2005. O autor utilizou como variáveis explicativas o conselho de administração, mais especificamente a dimensão do conselho de administração, os *insiders* do conselho, a concentração da propriedade e a dualidade do CEO. Concluiu que existem mecanismos de governação que afetam positivamente o desempenho das empresas, por exemplo a concentração da propriedade, a existência de *insiders* do conselho e a dualidade do CEO. Contudo, existem também mecanismos de governação que afetam negativamente o desempenho das empresas como é o caso da dimensão do conselho de administração. Para caracterizar o desempenho das empresas foi utilizada uma variável não financeira, no caso concreto a Eficiência Técnica.

Outro estudo realizado por Felício e Villardón (2014) tinha como principal objetivo analisar a relação entre os mecanismos do Governo Societário nas empresas de países com diferentes níveis de desenvolvimento, Reino Unido e Portugal. A amostra inicial era composta por 146 empresas, 46 empresas cotadas na *Euronext Lisbon* e 100 cotadas na bolsa de Londres, durante três anos consecutivos (período entre 2004 e 2006). Utilizaram como variáveis dependentes o ROE, o Q de Tobin, a Taxa de Crescimento das Vendas e a relação *Market-to-Book*. Concluíram que os mecanismos de Governo Societário influenciam o desempenho das empresas e que a influência que estes têm no desempenho empresarial depende de país para país, da dimensão das empresas e do setor de atividade em que se insere. Para além destas conclusões, estes autores verificaram a existência de uma relação positiva, embora fraca, entre a remuneração variável dos gestores e o desempenho, utilizando como medida de desempenho a Taxa de Crescimento das Vendas. Os autores aferiram que existe uma relação negativa, embora não estatisticamente significativa, entre a independência do conselho de administração e o desempenho empresarial, tal como Martins e Cunha (2007) haviam verificado em estudos anteriores. Porém, quando este é medido através da Taxa de Crescimento das Vendas, para as restantes variáveis dependentes não se verificam resultados estatisticamente significativos. Concluíram também que as empresas portuguesas optaram pela concentração do direito de voto que afeta positivamente o desempenho financeiro das empresas, enquanto as empresas britânicas preferem a dispersão do direito de voto que, por conseguinte, tem um impacto negativo no desempenho financeiro.

Num estudo mais recente, Vintilã et al. (2015), ao analisarem 51 empresas dos EUA, num período que vai do ano 2000 a 2013, concluíram que existem correlações contraditórias em algumas variáveis do Governo Societário (dimensão do conselho de administração, dimensão da empresa e grau de endividamento da empresa) e o desempenho financeiro. Tal evidência ocorre pelo facto de serem utilizadas diferentes variáveis para medir o desempenho. No entanto, Yermack (1996) e Guest (2008), tinham verificado em estudos anteriores que a dimensão do conselho de administração tem um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas. Os autores obtiveram uma correlação negativa entre o desempenho e a independência do conselho de administração, corroborando as evidências proporcionadas por Bhagat e Black (2000) e Yermack (1996). Por outro lado, verificaram que existe uma correlação positiva entre a idade do CEO, o comité de remuneração, a percentagem de mulheres no conselho de administração, a dualidade do CEO e o desempenho financeiro. Contrariamente, Rose (2007) concluiu que o género no conselho de administração não influencia o desempenho financeiro das empresas. Nos estudos, os autores utilizaram quatro variáveis para medir o desempenho: ROE, ROA, Retorno sobre o Capital Investido (ROIC) e Q Tobin.

Nath et al. (2015) analisaram a influência da estrutura de administração no desempenho financeiro, por empresas do Bangladesh durante os anos de 2005 a 2014. Os autores estudaram o modo como a composição do conselho de administração, dimensão do conselho de administração, propriedade do conselho de administração e dualidade do CEO, têm impacto no desempenho financeiro das empresas, tendo concluído que existe uma forte associação negativa entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho. Estes resultados são consistentes para ambas as variáveis de desempenho utilizadas (ROA e Q de Tobin), tal como referiu Alsinawi e Daraghma (2010) num estudo realizado anteriormente. Por outro lado, Nath et al. (2015) mencionam que as variáveis independentes, composição do conselho de administração, propriedade do conselho de administração e dualidade do CEO, não apresentam correlações estatisticamente significativas com a variável de desempenho.

2. Metodologia

A presente investigação tem como principal objetivo descrever de que forma os mecanismos de controlo societário influenciam o desempenho das empresas, de cinco praças financeiras Europeias (Portugal, Espanha, França, Bélgica, Holanda), quatro delas integradas nos principais índices do mercado *Euronext*. Tem como objetivos específicos (i) caracterizar os

mecanismos de controlo societário e as medidas de desempenho das entidades e (ii) relacionar os principais mecanismos de controlo societário com o desempenho dessas empresas. Seguimos neste artigo uma abordagem positivista. Assim, o estudo realizado centra-se na influência que os mecanismos do Governo Societário têm no desempenho das empresas portuguesas, francesas, holandesas, belgas e espanholas. A escolha de Portugal, França, Holanda, Bélgica e Espanha ocorreu devido à existência de pesquisas pouco relevantes que têm como objeto de estudo estes países. Uma grande percentagem de estudos é realizada em países de maior dimensão e mais desenvolvidos como é o caso dos EUA ou em países menos desenvolvidos como, por exemplo, na Nigéria e o Bangladesh. Por outro lado, a maioria das pesquisas sobre esta temática tem recaído em investigações apenas de um país (Bhagat e Black, 2000; Aljifri e Moustafa, 2007; Uadiale, 2010; Vintilã et al., 2015; Nath et al., 2015) e com menos frequência em mais do que um país (Martins e Cunha, 2007; Nanka-Bruce, 2011; Felício e Villardón, 2014).

A amostra inicial é constituída por 100 empresas não financeiras selecionadas dos principais índices da Euronext (15 empresas portuguesas, 30 empresas francesas, 20 empresas holandesas e 11 empresas belgas) e do principal índice espanhol (24 empresas). Posteriormente, após a exclusão dos casos resultantes da falta de dados, a amostra ficou constituída por 91 empresas. Destas, 14 (15,39%) são portuguesas, 26 (28,57%) são francesas, 16 (aproximadamente 17,58%) são holandesas, 11 (12,09%) são belgas e, por fim, 24 (26,37%) são espanholas. As empresas de Portugal, França, Holanda, Bélgica e Espanha foram retiradas, respetivamente, do PSI 20 (principal índice da Euronext Lisboa), do CAC 40 (principal índice da Euronext Paris), do AEX 25 (principal índice da Euronext Amesterdão), do BEL 20 (principal índice da Euronext Bruxelas) e do IBEX 35 (principal índice espanhol).

Os dados foram extraídos dos Relatórios Anuais e dos Relatórios do Governo Societário cujo período económico terminou em 31 de Dezembro de 2014, com o intuito de analisar e retirar conclusões com base nos objetivos estipulados. Para muitos autores, os relatórios anuais são considerados a única fonte de informação credível e fidedigna (Deegan e Rankin, 10996).

Foram definidas sete variáveis independentes, seis variáveis dependentes e três variáveis de controlo com o objetivo de constituírem o modelo de regressão linear múltipla. As sete variáveis independentes são: 1. Dimensão do Conselho de Administração (DCA); 2. Independência do Conselho de Administração (ICA); 3. Dualidade do CEO (DCEO); 4.

Presença de Mulheres no Conselho de Administração (PMCA); 5. Qualidade do Auditor (QA); 6. Comité de Remuneração (CR) e Concentração do Direito de Voto (CDV). A variável Dimensão do Conselho de Administração foi medida através do número de membros do conselho de administração (Uadiale, 2010; Nath et al., 2015). A Independência do Conselho de Administração resulta da divisão das seguintes características: Número de membros independentes do conselho de administração / número total de membros do conselho de administração, tal como seguido por Felício e Villardón, 2014; Vintilã et al., 2015. Para a variável Dualidade do CEO foi inserida uma variável *dummy* relativa ao CEO, com valor 1 se o CEO e o presidente forem a mesma pessoa e 0 no caso contrário (Bhagat e Black, 2000; Martins e Cunha, 2007; Uadiale, 2010; Nanka-Bruce, 2011; Vintilã et al., 2015; Nath et al., 2015).

No que respeita à Presença de Mulheres no Conselho de Administração, trata-se de uma variável expressa em percentagem, a qual resulta do quociente entre o número de mulheres que existem no conselho de administração e o total de membros do conselho de administração (Vintilã et al., 2015). A Qualidade do Auditor constitui uma variável *dummy* referente ao tipo de empresa de auditoria, a qual assume o valor 1 se a auditoria for realizada por uma Big 4 e 0 se for realizada por outra empresa que não seja Big 4 (Aljifri e Mosutafa, 2007). O Comité de Remuneração é igualmente uma variável *dummy*, a qual assume o valor de 1 se a empresa tiver um comité de remuneração e 0 no caso contrário (adaptado de Vintilã et al., 2015). A Concentração do Direito de Voto é também uma variável *dummy*, assumindo o valor 1 se existir algum acionista com mais de 50% do direito de voto e o valor 0 caso não se verifique a condição anterior (adaptado de Felício e Villardón, 2014; Vintilã et al., 2015).

As seis variáveis dependentes são: *Turnover*, *Market Value*, Rendibilidade do Ativo, Rendibilidade dos Capitais Próprios, Rendibilidade das Vendas e Resultado por Ação. Assim, a rendibilidade foi medida por diferentes variáveis tendo-se inovado ao utilizar as três últimas variáveis, as quais até então não eram aplicadas nesta temática. As variáveis dependentes são designadas pelo Rendibilidade dos capitais Próprios (ROE) (Martins e Cunha, 2007; Felício e Villardón, 2014; Vintilã et al., 2015), calculado através do quociente entre o Resultado Líquido do Período e o Capital Próprio, pela Rendibilidade do Ativo (ROA) (Vintilã et al., 2015), calculada pelo quociente entre o Resultado Líquido do Período e o Total do Ativo, pela Rendibilidade das Vendas (ROS), medida através do quociente entre o Resultado Operacional e as Vendas (Daraghma, 2010), pelo Resultado por Ação (EPS), indicador que pode ser

calculado através do quociente entre o Resultado Líquido do Período e o Número de Ações), pelo *Turnover* (TURN) que resulta do logaritmo do volume de negócio e pelo *Market Value* que corresponde ao valor de mercado das ações obtido através da Bloomberg. Por fim, as três variáveis de controlo utilizadas no estudo são a Dimensão da Empresa, o Setor de Atividade da Empresa e o Nível de Endividamento (*Leverage*).

Para medir a Dimensão da Empresa foi utilizado o logaritmo do ativo tal como evidenciado em Bhagat e Black (2000) e Vintilã et al. (2015). Na variável de controlo “Setor de Atividade” foi utilizada uma escala de 10 indústrias da *Industry Classification Benchmark* (ICB), que posteriormente foi reduzida para 9 indústrias, pois a amostra em estudo não inclui as entidades do setor financeiro (adaptado de Bhagat e Black, 2000). A variável *Leverage* corresponde ao quociente entre o valor do passivo total e o valor do ativo total como referido por Aljifri e Moustafa (2007). Apresenta-se na Tabela 1, a síntese das variáveis que integram o modelo conceptual, assim como o seu significado e respetivas métricas.

Tabela 1: Modelo conceptual

Variável	Descrição		Métrica
Dependente	TURN	<i>Turnover</i>	Logaritmo do Volume de Negócios
	MV	<i>Market Value</i>	Cotação das ações representativas do capital
	ROA	Rendibilidade do Ativo	do Resultado líquido do período / Total do Ativo
	ROE	Rendibilidade do Capital Próprio	do Resultado Líquido do Período / Capital Próprio
	ROS	Rendibilidade das Vendas	do Resultado Operacional / Vendas
	EPS	Resultados por Ação	do Resultado Líquido do Período / Número de Ações Ordinárias
Independente	DCA	Dimensão do Conselho de Administração (CA)	Número de membros do CA
	ICA	Independência do CA	Número de membros independentes no CA/Número total de membros do CA
	DCEO	Dualidade do CEO	<i>Dummy</i> (CEO e presidente são a mesma pessoa = 1; Caso contrário = 1)
	PMCA	% de Mulheres no CA	Número de mulheres que existem no CA/Total de membros do CA
	QA	Qualidade do Auditor	<i>Dummy</i> (Big4 = 1; Não Big 4 = 0)
	CDV	Concentração do direito de voto	do <i>Dummy</i> (Existência e acionista com mais de 50% dos direitos de voto = 1; Caso contrário 0)
	CR	Comité de remunerações	de <i>Dummy</i> (Existe Comité de remunerações = 1; Caso contrário = 0)
Controlo	TE	Dimensão da empresa	Logaritmo do Total do Ativo
	SET	Setor de atividade	Escala de 1 a 9 (Classificação ICB)
	LEV	<i>Leverage</i>	Passivo total / Ativo total

Os vários mecanismos de Governo Societário têm sido alvo de análise nos estudos empíricos anteriormente referidos, pelo que os resultados nem sempre têm mostrado convergência, nomeadamente no que concerne à Dimensão do Conselho de Administração, à Independência do Conselho de Administração, à Dualidade do CEO, à Presença de Mulheres no Conselho de

Administração, à Qualidade do Auditor, à Existência de Comité de Remunerações e à Concentração do Direito de Voto.

Deste modo, e com a exclusão da variável CR, o modelo de regressão linear múltipla é o seguinte:

$$\begin{aligned} \hat{DESEMP}_i = & \beta_0 + \beta_1 DCA_i + \beta_2 ICA_i + \beta_3 DCEO_i + \beta_4 PMCA_i + \beta_5 QA_i + \beta_6 CDV_i + \beta_7 TE_i \\ & + \beta_8 SET_i + \beta_9 LEV_i + \varepsilon_i \end{aligned}$$

Sendo:

$DESEMP_i$: Variáveis de Desempenho Empresarial, nomeadamente ROA, ROE, ROS, EPS, TURN e MV;

DCA_i : Dimensão do Conselho de Administração;

ICA_i : Independência do Conselho de Administração;

$DCEO_i$: Dualidade do CEO;

$PMCA_i$: Presença de Mulheres no Conselho de Administração;

QA_i : Qualidade do Auditor;

CDV_i : Concentração do Direito de Voto;

TE_i : Variável de Controlo: Tamanho da Empresa

SET_i : Variável de Controlo: Setor de Atividade da Empresa

LEV_i : Variável de Controlo: Nível de Endividamento da Empresa

ε_i : Erros do modelo

O modelo anteriormente indicado, quando aplicado às diferentes medidas de desempenho empresarial, deu origem a seis modelos de regressão linear múltipla distintos. Por último, com o objetivo de complementar a análise estatística do presente trabalho, a amostra foi dividida em dois grupos: o primeiro integrando os países da Península Ibérica (Portugal e Espanha) e o segundo grupo integrando os restantes países (Bélgica, Holanda e França). Procurou-se

verificar se as variáveis associadas a estes grupos de países seguem diferentes distribuições. Para tal foi realizado o teste t para a igualdade de duas médias. Para aplicar este teste é necessário verificar um pressuposto que diz respeito à normalidade das amostras. Como se têm duas amostras grandes (n dos países da Península Ibérica = 39 e n dos restantes países = 61), e por aplicação do Teorema do Limite Central, considerámos o pressuposto como verificado.

3. Resultados e discussão

3.1. Resultados

O desempenho das empresas varia consoante a medida de desempenho empresarial que é utilizada, tal como Vintilã et al., (2015) já haveria referido num estudo anteriormente realizado. As estatísticas descritivas são apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2: Estatísticas descritivas

Variável	n	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Assimetria	Achatamento
TURN	91	5,37	8,29	6,77	0,59	-0,14	-0,49
MV	91	0,71	159,50	35,25	33,17	1,51	2,49
ROA	91	-15,00	57,00	4,17	6,96	4,91	38,74
ROE	91	-148,00	87,00	10,54	22,32	-3,56	29,36
ROS	91	-21,00	119,00	13,23	15,99	3,61	20,95
EPS	91	-5,70	48,20	2,05	5,40	7,12	60,73
DCA	91	2,00	20,00	11,96	4,11	-0,14	-0,81
ICA	91	0,00	91,00	39,48	24,94	-13,90	-80,90
PMCA	91	0,00	50,00	18,98	14,01	17,20	-82,60
TE	91	5,61	8,43	7,13	0,56	-0,03	-0,26
LEV	91	0,20	1,40	0,66	0,16	0,71	3,92

Relativamente às estatísticas descritivas das variáveis dicotómicas (*dummy*), e relativamente à variável DCEO, em 43 empresas (47,30%) o CEO e o presidente são a mesma pessoa, mas em 48 empresas verifica-se o contrário (52,70%). Das 91 empresas em estudo, 90 são auditadas por uma Big 4, o que representa 98,90% das empresas. Por fim, existem apenas 23 empresas (25,30%) em que existe pelo menos um acionista com mais de 50% do direito de voto.

A análise bivariada (Matriz de Coeficientes de Correlação de Pearson) demonstra a existência de correlações entre os mecanismos de Governo Societário e as medidas de performance empresarial.

Tabela 3: Matriz de Coeficientes de Correlação de Pearson

	TURN	MV	ROA	ROE	ROS	EPS	TCA	ICA	DCEO	PMCA	QA	CDV	TE	SET	LEV
TURN	1														
MV	0,231* 0,021	1													
ROA	0,076 0,455	0,393** 0,00	1												
ROE	0,023 0,824	0,090 ,376	0,488** 0,000	1											
ROS	-0,296 0,003	0,075 0,463	0,207* 0,040	0,222* 0,028	1										
EPS	0,084 0,411	0,079 0,436	0,106 0,295	0,196*** 0,051	-0,025 0,807	1									
DCA	0,265** 0,008	0,073 0,473	-0,014 0,893	-0,088 0,386	0,165 0,103	-0,087 0,389	1								
ICA	0,161 0,119	0,244* 0,017	0,089 0,387	0,113 0,272	-0,008 0,940	,240* 0,018	0,394** 0,000	1							
DCEO	0,183*** 0,069	0,201* 0,045	0,056 0,578	0,004 0,967	-0,113 0,267	0,111 0,271	-0,076 0,454	-0,030 0,774	1						
PMCA	0,113 0,267	0,254* 0,011	0,176*** 0,079	0,009 0,929	0,092 0,367	-0,069 0,497	0,203* 0,043	0,352** 0,000	0,143 0,155	1					
QA	0,119 0,242	0,150 0,137	0,287** 0,004	0,106 0,296	0,006 0,952	0,029 0,772	-0,006 0,950	0,131 0,202	-0,009 0,932	0,161 0,110	1				
CDV	-0,137 0,187	0,068 0,512	0,229* 0,025	0,106 0,303	0,033 0,750	-0,042 0,686	-0,055 0,598	-0,174*** 0,097	-0,087 0,399	0,001 0,989	-0,089 0,389	1			
TE	0,873** 0,000	0,258** 0,009	0,125 0,214	-0,015 0,885	-0,020 0,845	0,047 0,645	0,311** 0,002	0,172*** 0,094	0,179*** 0,074	0,118 0,243	0,218* 0,029	-0,050 0,626	1		
SET	-0,114 0,261	-0,054 0,594	0,010 0,922	0,052 0,607	0,195*** 0,054	-0,031 0,760	0,026 0,795	0,140 0,173	-0,073 0,471	0,136 0,179	-0,023 0,817	0,067 0,517	0,006 0,950	1	
LEV	-0,092 0,364	-,275** 0,006	0,014 0,889	0,044 0,660	0,097 0,340	0,164 0,103	-0,042 0,681	-0,045 0,661	-0,010 0,922	0,003 0,976	0,172*** 0,087	0,207* 0,043	0,045 0,654	0,008 0,941	1

**p<0,01;

*p<0,05;

***p<0,1

A variável de rentabilidade TURN está correlacionada com TCA, DCEO e TE ($r = 0,265$; $p = 0,008$; $r = 0,183$; $p = 0,069$; $r = 0,873$; $p < 0,001$, respetivamente). A variável MV possui uma correlação com as variáveis ICA, DCEO, PMCA, TE e LEV ($r = 0,244$; $p = 0,017$; $r = -0,201$; $p = 0,045$; $r = 0,254$; $p = 0,011$; $r = 0,258$; $p = 0,009$; $r = -0,275$; $p = 0,006$, respetivamente). A variável ROA está correlacionada com três variáveis independentes, nomeadamente com a PMCA, a QA e a CDV ($r = 0,176$; $p = 0,079$; $r = 0,287$; $p = 0,004$; $r = 0,229$; $p = 0,025$, respetivamente). No entanto, quando o desempenho empresarial é medido através da ROS ou do EPS estas variáveis só estão correlacionadas com uma das variáveis em estudo, SET ($r = 0,195$; $p = 0,054$) e ICA ($r = 0,240$; $p = 0,018$), respetivamente.

Modelos de Regressão Linear

As regressões lineares múltiplas foram realizadas com o intuito de perceber quais são os mecanismos de controlo societário que mais influenciam o desempenho das entidades em termos globais. Os resultados dos modelos realizados são apresentados na Tabela 4, na Tabela 5, na Tabela 6 e na Tabela 7. No que concerne ao número de empresas, este foi reduzido para 91, pois nem todas as variáveis independentes apresentavam informação nos respetivos Relatórios do Governo Societário das empresas. É de salientar que a variável Comité de Remuneração foi excluída da análise uma vez que se demonstrou ser constante e como tal não entra na análise estatística.

Fatores Explicativos do Desempenho

Dos seis modelos obtidos apenas quatro foram validados: o primeiro modelo que demonstra a relação entre o TURN e as variáveis independentes (R^2 Ajust. = 93,60%; $F = 113,648$; $p < 0,001$), o segundo modelo que evidencia a relação entre o MV e as variáveis independentes (R^2 Ajust. = 46,10%; $F = 8,214$; $p < 0,001$), o terceiro modelo que relata a relação entre a variável ROA e as variáveis independentes (R^2 Ajust. = 38,80%; $F = 6,219$; $p < 0,001$) e o quarto modelo que destaca a relação existente entre a ROE e as variáveis independentes (R^2 Ajust. = 55,00%; $F = 10,929$; $p < 0,001$). No entanto, para o quinto e sexto modelos, quando verificamos a relação entre o desempenho empresarial (medido pelo ROS e EPS) e as variáveis independentes, não foi possível validar os modelos, uma vez que o valor do R^2

ajustado é relativamente baixo (R^2 Ajust. = 9,00%; $F = 1,855$; $p=0,074$; R^2 Ajust. = 18,20%; $F = 2,874$; $p=0,006$, respetivamente).

Tabela 4: O efeito das variáveis explicativas no TUR

TUR			
	β (Std)	t	Sig.
DCA	0,015	0,414	0,681
ICA	0,027	0,780	0,438
DCEO	-0,109	-3,261	0,002**
PMCA	0,064	1,873	0,066***
QA	-0,041	-1,238	0,221
CDV	-0,051	-1,514	0,135
TE	0,965	27,438	0,000**
SET	-0,054	-1,706	0,093***
LEV	-0,069	-2,185	0,033*
R^2	0,945		
Adj. R^2	0,936		
F =	113,648		
Erro Padrão	0,149		
Sig.	0,000**		

** $p < 0,01$; * $p < 0,05$; *** $p < 0,1$

Os resultados obtidos no primeiro modelo permitem-nos evidenciar que a variável com maior peso na explicação do desempenho das empresas é o DCEO (coeficiente estandardizado = -0,109), apresentando uma relação negativa com o TUR, sendo uma variável estatisticamente significativa. A variável PMCA também é considerada estatisticamente significativa na justificação do modelo, apresentando um impacto positivo. Assim, para a medida de desempenho empresarial TUR, os resultados obtidos permitem-nos não rejeitar a hipótese de que existe uma relação negativa entre o TUR e o DCEO. A variável QA não é significativa e como tal não é determinante nos indicadores de desempenho empresarial.

Tabela 5: O efeito das variáveis explicativas no MV

MV			
	β (Std)	t	Sig.
DCA	-0,181	-1,837	0,071***
ICA	0,321	3,279	0,002**
DCEO	0,152	1,662	0,101
PMCA	0,243	2,674	0,009**
QA	0,128	1,395	0,167
CDV	-0,056	-0,621	0,536
TE	0,320	3,246	0,002**
SET	-0,226	-2,595	0,012*
LEV	-0,430	-4,710	0,000**
R ²	0,525		
Adj. R ²	0,461		
F =	8,214		
Erro Padrão	14,693		
Sig.	0,000**		

** p<0,01; * p<0,05; *** p<0,1

O modelo 2 é influenciado pela ICA, pelo TCA, pelo DCEO e pela PMCA, sendo que o que mais influencia o MV é a ICA (coeficiente estandardizado = 0,321) seguido do TCA (coeficiente estandardizado = - 0,181). Aproximadamente 46% da variância do MV é explicada pelas variáveis independentes, quando consideradas em conjunto. Deste modo, o MV é tanto maior quanto maior a ICA das entidades, não se rejeitando as hipóteses de que a independência do CA e a sua dimensão afetam negativamente o MV. A variável PMCA evidencia uma relação positiva com o desempenho das empresas, enquanto a variável QA não explica, uma vez mais, o desempenho empresarial.

Tabela 6: O efeito das variáveis explicativas na ROA

ROA	β (Std)	t	Sig.
DCA	-0,511	-4,585	0,000**
ICA	0,313	2,802	0,007**
DCEO	0,082	0,779	0,439
PMCA	0,078	0,728	0,470
QA	0,245	1,349	0,149
CDV	-0,194	-1,875	0,066***
TE	-0,249	-2,297	0,025*
SET	0,160	1,619	0,111
LEV	0,071	0,702	0,485
R ²	0,462		
Adj. R ²	0,388		
F =	6,219		
Erro Padrão	1,432		
Sig.	0,000**		

** p<0,01; * p<0,05; *** p<0,1

Quanto ao terceiro modelo, que explica 38,8% da variância do desempenho empresarial medido através da ROA, revela que a variável TC é variável com maior poder explicativo (coeficiente estandardizado = -0,511). Tal como a anterior, também as variáveis ICA (coeficiente estandardizado = 0,313) e CDV (coeficiente estandardizado = - 0,194) influenciam significativamente o modelo.

Tabela 7: O efeito das variáveis explicativas na ROE

ROE	β (Std)	t	Sig.
DCA	-0,403	-4,425	0,000**
ICA	0,232	2,452	0,017*
DCEO	-0,016	-0,186	0,853
PMCA	-0,108	-1,206	0,232
QA	0,184	2,158	0,035*
CDV	-0,175	-2,090	0,041*
TE	-0,163	-1,786	0,079***
SET	0,074	0,920	0,361
LEV	0,650	7,603	0,000**
R ²	0,606		
Adj. R ²	0,550		
F =	10,929		
Erro Padrão	5,781		

	Sig.	0,000**
** p<0,01; * p<0,05; *** p<0,1		

O desempenho empresarial medido através da ROE (quarto modelo) é explicado pelo DCA, pela ICA, pelo AUD e pela CDV, sendo que DCA e a CDV influenciam de uma forma negativa enquanto as variáveis ICA e AUD influenciam o desempenho empresarial de forma positiva. A variável DCA é a que mais influencia (coeficiente estandardizado = -0,403) a Rendibilidade dos Capitais Próprios. Cerca de 55% da variância do desempenho empresarial é explicada pelas variáveis independentes utilizadas no estudo. Assim, verificamos que existe uma relação negativa entre as variáveis ROE e DCA. É também evidenciada a existência de uma relação negativa entre as variáveis ROE e CDV. Finalmente, é de sublinhar a existência de uma relação positiva entre as variáveis ROE e ICA.

Relativamente ao desempenho empresarial medido através da ROS (modelo 5), evidencia-se a existência de um R^2 ajustado de 9%, apresentando-se como variáveis explicativas do modelo as variáveis DCEO e CDV. Não existe qualquer relação entre as variáveis ROS e QA. No que concerne ao último modelo (modelo 6), a variância do desempenho empresarial é explicada pelas variáveis independentes do modelo em cerca de 18,2%. O modelo apresenta três variáveis estatisticamente significativas (DCA, ICA e PMCA), sendo que a variável mais significativa do modelo corresponde à variável DCA (coeficiente estandardizado = - 0,333).

Para a aplicação do modelo de regressão linear múltipla foi necessário a validação de seis pressupostos subjacentes a este modelo. No que diz respeito ao *Variance Inflation Factor* (VIF), esta estatística permite aferir se as variáveis explicativas estão ou não correlacionadas (ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas). Assim, como nenhuma das variáveis independentes tem um valor de VIF próximo ou superior de 10, e sendo o valor da tolerância inferior a 1, é possível concluir que a nossa análise não apresenta problemas de multicolinearidade. No que concerne à independência dos erros foi usada a estatística Durbin-Watson (DW). Com base nesta estatística verificamos que a hipótese nula não pode ser rejeitada para as variáveis TURN, MV, ROA e ROE (DW = 1,826, 1,970, 2,094 e 2,229, respetivamente). Como os valores de DW são muito próximos de dois, não se rejeita a hipótese nula, pelo que os erros não são autocorrelacionados, ou seja, são independentes e confirma-se a sua normalidade. Por fim, os restantes pressupostos de que a relação entre as variáveis dependentes e independentes é linear nos parâmetros beta, de que a média dos erros

é zero e de que os mesmos têm variância constante (homocedasticidade dos erros) também foram verificados para o modelo.

3.2. Discussão

A variável DCA evidencia uma relação negativa com três variáveis representativas do desempenho empresarial que corresponde ao MV, à ROA e à ROE. Contrariamente, a variável ICA apresenta uma relação positiva com três variáveis representativas do desempenho empresarial, nomeadamente com MV, ROA e ROE.

Relativamente à variável DCEO, esta investigação evidencia uma inconsistência nos resultados, uma vez que apresenta um impacto negativo quando o desempenho empresarial é medido através da variável TURN, mas apresenta um impacto positivo quando o desempenho é medido através do MV. Tal evidência abre portas para a necessidade de desenvolvimentos futuros que possam explorar este resultado em contextos diferentes e para horizontes temporais também distintos. No que concerne à variável PMCA, verificou-se que estas influenciam positivamente o desempenho empresarial quando este é medido através do TURN, do MV e do EPS.

Relativamente às empresas serem, ou não, auditadas por uma Big4 (QA), mostrou-se somente relacionado com uma das métricas do desempenho empresarial que corresponde à ROE, pois apresenta uma influência positiva. O mesmo se passou com a variável CDV, uma vez que influencia somente uma medida de desempenho, ou seja, apresenta uma relação negativa com a rendibilidade dos capitais próprios (ROE).

A hipótese de que existe uma relação negativa entre o desempenho empresarial e o TMCA não é rejeitada quando o desempenho empresarial é medido através do MV ($t = -1,837$; $p = 0,071$), ROA ($t = -4,585$; $p = 0,000$), ROE ($t = -4,425$; $p = 0,000$). Avaliando o desempenho empresarial através da variável TURN, essa hipótese é rejeitada. Os resultados encontrados para a variável TCA corroboram os referidos por Martins e Cunha (2007), Nanka-Bruce (2011) e Nath et al. (2015), para o desempenho empresarial. Os resultados obtidos não coincidem com os obtidos por Bhagat e Black (2000) e Aljifri e Moustafa, (2007), uma vez que os resultados não são estatisticamente significativos.

A hipótese de que existe uma relação positiva entre o desempenho empresarial e a variável ICA, não é rejeitada, quando a rendibilidade é medida pela variável MV ($t = 3,279$; $p =$

0,002), ROA ($t = 2,802$; $p = 0,007$) e ROE ($t = 2,452$; $p = 0,017$), mas é rejeitada quando o desempenho empresarial é medido através da variável TURN ($t = 0,780$; $p = 0,438$). Os resultados contrariam os alcançados por Bhagat e Black (2000), Felício e Villardón (2014) e Vintilã et al. (2015), pois estes autores concluíram o contrário.

Os resultados obtidos não rejeitam a hipótese de que existe uma relação negativa entre o desempenho empresarial e a variável DCEO, para a medida de desempenho TURN ($t = -3,261$; $p = 0,002$). Os resultados corroboram os já anteriormente obtidos por Martins e Cunha (2007) e Uadiale (2010), que concluíram que a separação das funções de presidente e CEO contribui para um aumento da rendibilidade empresarial. No entanto, os resultados contrariam os obtidos por Nanka-Bruce (2011) e Vintilã et al. (2015) que apoiam que o CEO e o presidente devem ser a mesma pessoa.

Relativamente à hipótese teórica de que existe uma relação positiva entre o desempenho empresarial e a variável PMCA, esta não é rejeitada quando o desempenho empresarial é medido pelos indicadores TURN ($t = 1,873$; $p = 0,066$) e MV ($t = 2,674$; $p = 0,009$), revelando-se não estatisticamente significativa quando o desempenho empresarial é medido através do ROA ($t = 0,728$; $p = 0,470$) e ROE ($t = -1,206$; $p = 0,232$). Assim, os resultados obtidos validam os encontrados por Vintilã et al. (2015), e contrariam os resultados obtidos por Rose (2007).

A hipótese de que não existe relação entre o desempenho empresarial e a QA é verificada sempre que se utiliza como variável de desempenho o indicador TURN ($t = -1,238$; $p = 0,221$) e indicador MV ($t = 1,395$; $p = 0,167$). Aljifri e Moustafa (2007) observaram que não existe uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis, pelo que os nossos resultados corroboram essa evidência.

Por último, a hipótese de que existe uma relação negativa entre o desempenho empresarial e a variável CDV é rejeitada sempre que as variáveis de desempenho são medidas pelo TURN ($t = -1,514$; $p = 0,135$) e pelo MV ($t = -0,621$; $p = 0,536$). Contudo, sempre que o desempenho for medido pelo ROE ($t = -2,090$; $p = 0,041$) e pelo ROA ($t = -1,875$; $p = 0,066$), os resultados vão de encontro aos obtidos por Felício e Villardón (2014) ao verificar que a concentração do direito de voto influencia negativamente o desempenho das empresas.

Com o intuito de complementar a análise estatística, torna-se pertinente realizar o teste à igualdade de duas médias entre os países da Península Ibéricos e os restantes países (Bélgica, França e Holanda). A Tabela 8 apresenta o teste da igualdade de variâncias (F) e o teste de igualdade de médias (t).

Tabela 8: Comparação entre países Ibéricos e os outros países (Bélgica, França e Holanda)

Variável	Igualdade de variâncias (F)	Sig.	Igualdade de Médias (t)	gl	Sig.	Hipótese Nula
ROA	0,925	0,339	-1,212	98	0,228	Não Rejeitada
ROE	1,691	0,197	-0,068	98	0,946	Não Rejeitada
ROS	6,803	0,011	1,661	45	0,104	Não Rejeitada
EPS	0,737	0,393	-0,660	98	0,511	Não Rejeitada
TURN	1,108	0,295	-4,377	97	0,000**	Rejeitada
MV	15,506	0,000	-6,994	90	0,000**	Rejeitada
DCA	3,394	0,068	1,716	98	0,089***	Rejeitada
ICA	6,096	0,015	-0,425	94	0,672	Não Rejeitada
DCEO	3,791	0,054	-1,789	98	0,077***	Rejeitada
PMCA	0,173	0,679	-2,416	98	0,017*	Rejeitada
QA	14,445	0,000	-1,433	38	0,160	Não Rejeitada
CDV	0,393	0,532	0,316	94	0,752	Não Rejeitada

p<0,01; *p<0,05; *p<0,1

Uma vez que a hipótese nula assume que a distribuição das variáveis dos países ibéricos é igual à distribuição das variáveis dos restantes países (Bélgica, Holanda e França), a mesma é rejeitada para as variáveis TURN, MV, TCA, DCEO e PMCA. Assim sendo, estas variáveis apresentam distribuições diferentes consoante o grupo de países.

4. Conclusões

As empresas que compõem a amostra apresentam, em média, um conselho de administração composto por 12 pessoas e, em média, 39,48% delas possuem um conselho de administração independente. Verifica-se que, em termos médios, o conselho de administração de uma empresa é constituído por 18,98% de mulheres. No que diz respeito à variável DCEO, em 43 empresas (47,30%) o CEO e o presidente são a mesma pessoa. Das 91 empresas em estudo 90 empresas são auditadas por uma Big 4, o que representa 98,90%. Por fim, existem apenas 23

empresas (25,30%) em que existe pelo menos um acionista com mais de 50% do direito de voto.

Relativamente à correlação de Pearson verificou-se que a variável TURN está correlacionada com as variáveis TCA, DCEO e TE. Enquanto a variável MV possui uma correlação significativa com as variáveis ICA, DCEO, PMCA, TE e LEV, a variável ROA apenas está correlacionada com três variáveis independentes, nomeadamente com as variáveis PMCA, QA e CDV. No entanto, quando o desempenho empresarial é medido através da ROS ou do EPS, estas variáveis só estão correlacionadas com uma das variáveis em estudo, SET e ICA, respetivamente. Quanto à variável DCA, verifica-se que, quando o desempenho empresarial é medido pelo MV, ROA, ROE e EPS, os resultados vão de encontro aos obtidos por Martins e Cunha (2007), Nanka-Bruce (2011) e Nath et al. (2015), demonstrando a existência de uma relação negativa com o desempenho empresarial, contrariando os resultados obtidos por Bhagat e Black (2000) e Aljifri e Moustafa (2007).

Relativamente à variável ICA, sempre que o desempenho empresarial é medido através MV, ROA, ROE e EPS, verifica-se a existência de uma relação positiva entre as variáveis contrariamente ao que é concluído por Bhagat e Black (2000), Felício e Villardón (2014) e Vintilã et al. (2015). Em linha com o trabalho realizado por Martins e Cunha (2007) e Uadiale (2010), a variável DCEO, quando o desempenho empresarial é medido pelo Turnover, mostrou-se negativamente relacionado com o desempenho empresarial, contrariando os resultados alcançados por Nanka-Bruce (2011) e Vintilã et al. (2015). Tomando como base a variável PMCA, concluiu-se que existe uma relação positiva quando o desempenho empresarial é medido pelo TURN, pelo MV e pelo EPS, corroborando os resultados obtidos por Vintilã et al. (2015) e contrariando as evidências alcançadas por Rose (2007).

Em linha com o estudo de Aljifri e Moustafa (2007) verifica-se, para a variável QA, que não existe uma relação estatisticamente significativa entre aquela variável e o desempenho empresarial, quando este é medido através TURN, MV, ROS e EPS. Para a variável CDV, verifica-se a existência de uma relação negativa quando o desempenho empresarial é medido pelo ROE, tal como já evidenciado por Felício e Villardón (2014). Por último, quando a amostra é dividida em dois grupos, as variáveis TURN, MV, TCA, DCEO e PMCA, apresentam distribuições diferentes consoante o grupo de países.

A principal limitação desta investigação está associada ao facto de apenas ter sido analisado um período económico, o que representa um horizonte temporal muito reduzido, pese embora o facto dos mecanismos de governo societário se manterem relativamente estáveis durante determinados períodos de tempo. No que respeita a sugestões para investigações futuras, será pertinente aumentar o número de anos de estudo com o intuito dos resultados serem mais consistentes. Por outro lado, será de interesse acrescentar ao estudo outros mecanismos de Governo Societário que permitam tirar outro tipo de conclusões e, assim, enriquecer a literatura sobre esta temática. Por último, estender a amostra a outros países com outro tipo de culturas seria interessante e permitiria reforçar ou refutar as conclusões agora alcançadas.

Referências

- Abreu, J. (2010). *Governança das sociedades comerciais*. Coimbra: 2ª Edição, Edições Almedina.
- Akbar, A. (2015). THE ROLE OF CORPORATE GOVERNANCE MECHANISM IN OPTIMIZING FIRM PERFORMANCE: A CONCEPTUAL MODEL FOR CORPORATE SECTOR OF PAKISTAN. *Journal of Asian Business Strategy*, 5(6), 109-115.
- Aliyu, A. A., Bello, M. U., Kasim, R., & Martin, D. (2014). Positivist and Non-Positivist Paradigm in Social Science Research: Conflicting Paradigms or Perfect Partners? *Journal of Management and Sustainability*, 79-95.
- Aljifri, K., & Moustafa, M. (2007). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UAE Firms: An Empirical Analysis. *Journal of Economic & Administrative Sciences*, 23 (2), 71-87.
- Almeida, J. E., Bortolon, P. M., Brugni, T. V., & Paris, P. K. (23 de Abril de 2013). Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. *International Journal of Disclosure and Governance*, pp. 406-421.
- AlMubrad, T. (2011). Performance of the PT100 noncontact tonometer in healthy eyes. *Clinical Ophthalmology*, 5: 661-666.
- Al-Saidi, M., & Al-Shammari, B. (15 de setembro de 2012). Corporate governance in Kuwait: An analysis in terms of grounded theory. *International Journal of Disclosure and Governance*, pp. 129-160.
- Alsinawi, A.-A., & Daraghma, Z. M. (2010). Board of Directors, Management Ownership, and Capital Structure and Its Effect on Performance: The Case of Palestine Securities Exchange. *International Journal of Business and Management*, 5 (11), 118-127.
- Bandeira, P. (13 de 2 de 2006). *IPCG*. Obtido em 5 de 11 de 2015, de As propostas da CMVM para alteração dos modelos de governação das sociedades anónimas: http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=256&Itemid=21
- Baysinger, B., & Butler, H. (1985). "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, 101-124.
- Beattie, V. (2005). Moving the financial accounting research front forward: the UK contribution. *The British Accounting Review*, pp. 85-114.
- Beekes, w., & Brown, P. (2006). Do Better-Governed Australian Firms Make More Informative Disclosures? *Journal of Business Finance & Accounting*, 422-450.
- Bhagat, S., & Black, B. (2000). Board Independence and Long Term Firm Performance. *Working Paper, Columbia Law School, USA*.
- Bhagat, S., & Black, B. (2001). The Non-Correlation Between Board Independence and Long Term Firm Performance. *The Journal of Corporation Law*, 231-274.
- Cadbury, A. (1992). The Financial Aspects of Corporate Governance. *Relatório escrito pelo British Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*.
- CMVM. (2008). *CMVM*. Obtido em 9 de 12 de 2015, de Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal: <http://www.cmvm.pt/pt/estatisticasestudosepublicacoes/estudos/anexos/pages/20081128a.aspx>

- Daraghma, Z. M. (2010). Board of Directors, Management Ownership, and Capital Structure and Its Effect on Performance: The Case of Palestine Securities Exchange. *International Journal of Business and Management*, 5, N° 11, 118-127.
- Deegan, C., & Rankin, M. (1996). Do Australian companies report environmental news objectively? An analysis of environmental disclosures by firms prosecuted successfully by the Environmental Protection Authority. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 50-50.
- Dimitropoulos, P. E., & Tsagkanos, A. (2012). Financial Performance and Corporate Governance in the European Football Industry. *International Journal of Sport Finance*, 280-308.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *Corporate Governance*, 15 (6), 1203-1214.
- European Glaucoma Society. (2008). *Terminology and Guidelines for Glaucoma*. 3rd ed. Obtido em 25 de Maio de 2012, de [http:// www.eugs.org](http://www.eugs.org).
- Felício, J. A., & Villardón, M. P. (2014). Governance Mechanisms and Performance of Publicly Traded Companies. *International Journal of Business and Management*, 9 (12), 1-15.
- Ghazali, N. A. (2010). Ownership structure, corporate governance and corporate performance in Malaysia. *International Journal of Commerce and Management*, 20 (2), 109-119.
- Gordon, M., Beiser, J., Brandt, J., Heuer, D., Higginbotham, E. J., Keltner, J., . . . Kass, M. (2002). The Ocular Hypertension Treatment Study: baseline factors that predict the onset of primary open-angle glaucoma. *Arch Ophthalmol*, 120(6):714-720.
- Guest, P. M. (2008). The determinants of board size and composition: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 14 (1), 51-72.
- Haat, M. H., Rahman, R. A., & Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23 (8).
- Hunink, M., & Glasziou, P. (2001). *Decision making in health and medicine: integrating evidence and values*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Instituto Português da Qualidade. (2012). *Vocabulário Internacional de Metrologia: Conceitos fundamentais e gerais e termos associados*. Caparica: InMetro.
- IPCG. (2002). Obtido em 4 de 11 de 2015, de Conceitos Básicos - Defina-se Corporate Governance:
http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=16&Itemid=14
- Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking e Finance*, 22 (4), 371-403.
- Judge, W. (2010). Corporate Governance Mechanisms Throughout the World. *Corporate Governance: An International Review*, 159-160.
- Know, Y. (2005). Accounting Conservatism and managerial Incentives. *Management Science*, 51 (11), 1626-1632.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, İ. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Laureano, R. M. (2011). *Testes de hipóteses com o SPSS: O meu manual de consulta rápida*. Lisboa: Edição Sílabo.

- Lawrence, J., & Stapledon, G. P. (1999). Is Board Composition Important? A Study of Listed Australian Companies. 49.
- Lee, Y. L., Huang, Y. L., Hsu, S. S., & Hung, C. H. (2013). Measuring the efficiency and the effect of corporate governance on the biotechnology and medical equipment industries in Taiwan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), 662-672.
- Martins, A., & Cunha, V. L. (20 de março de 2007). O Conselho de Administração e o desempenho das sociedades. *Contabilidade e Gestão*, pp. 67-92.
- Ministério da Saúde. (2007). *Proposta da Política Nacional de Gestão de Tecnologias em Saúde*. Obtido em 15 de Maio de 2012, de http://portal.saude.gov.br/portal/arquivos/pdf/proposta_politica_nacional_gestao.pdf.
- Monteiro, M. A. (s.d.). *IPCG*. Obtido em 2015 de 12 de 9, de O Corporate Governance: http://www.cgov.pt/index.php?option=com_content&task=view&id=327&Itemid=21
- Nanka-Bruce, D. (5 de maio de 2011). Corporate Governance Mechanisms and Firm Efficiency. *International Journal of Business and Management*, pp. 28-40.
- Nath, S. D., Islam, S., & Saha, A. K. (2015). Corporate Board Structure and Firm Performance: The Context of Pharmaceutical Industry in Bangladesh. *International Journal of Economics and Finance*, 7 (7), 106-115.
- Nicolăescu, E. (2012). The mechanisms of Corporate Governance and their empirical relation to firm performance. *Economics, Management, and Financial Markets*, 7 (4), 203-208.
- Nunes, R., & Rego, G. (2002). *Prioridades na Saúde, 1st ed.* Lisboa: McGraw-Hill.
- Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económicos. (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*. Paris: OCDE.
- Panerai, R., & Mohr, J. (1989). *Health Technology Assessment methodologies for developing countries*. Washington DC: Pan American Health Organization.
- Perez, R. (2004). La Diversité des Modèles de Gouvernance d'Entreprises en Europe: Situation, Évolution. *L'Option, Dossier – Vers des Identités Européennes d'Entreprises*, 19.
- Rose, C. (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance*, 15 (2), 404-413.
- Santos, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A., & Monteiro, M. A. (2006). *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*.
- Schacknow, P., & Samples, J. (2010). *The Glaucoma Book A practical Evidence-Based Approach to Patient Care*. Philadelphia PA: Springer.
- Scott, W. R. (2012). *Financial accounting theory*. Toronto: Pearson.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737-783.
- Shleifer, A., & Vishny, W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Sociedade Brasileira de Glaucoma. (2005). *2º Consenso Brasileiro de Glaucoma de Ângulo Aberto*. Obtido em 2012 de Agosto de 25, de <http://www.sbglaucoma.com.br/pdf/consenso02.pdf>

- The AGIS Investigators. (2000). The Advanced Glaucoma Intervention Study (AGIS): 7. The relationship between control of intraocular pressure and visual field deterioration. *American Journal of Ophthalmology*, 130:429-440.
- Thiétart, R. A. (2001). *Doing management research: A comprehensive guide*. London: SAGE Publications.
- Uadiale, O. M. (2010). The Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 5 (10), 155-166.
- Villalonga, B., & Hamit, R. (2004). How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? *Maastricht Meetings Paper*, 3620.
- Vintilă, G., Paunescu, R. A., & Gherghina, S. C. (2015). Does Corporate Governance Influences Corporate Financial Performance? Empirical Evidences for the Companies Listed on US Markets. *International Business Research*, 8 (8), 27-50.
- Yermack, D. (1996). Higher valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.

Curriculum Vitae:

Mónica Susana Vasco Pereira

Audit Analyst na empresa Deloitte & Associados, SROC, S.A., desde setembro de 2016. Mestre em Contabilidade (2016) e licenciada em Finanças e Contabilidade (2014), pelo ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE Business School).

Audit Analyst at Deloitte & Associados, SROC, S.A., since September 2016. Master in Accounting (2016), and undergraduation in Finance and Accounting (2014), by ISCTE - Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE Business School).

Ilídio Tomás Lopes

Professor Auxiliar no Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL) e investigador na Business Research Unit (BRU-IUL). Licenciado em Organização e Gestão de Empresas, Mestre em Estatística e Gestão de Informação, e Doutoramento em Gestão, com especialização em Contabilidade (Universidade de Coimbra, Portugal). Membro do Conselho Fiscal do Banco BIC Português, S.A.. As principais áreas de investigação são: contabilidade financeira, governo das sociedades, avaliação da performance, e metodologias de investigação. Membro de comités científicos e editoriais de eventos revistas científicas.

Professor at Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL) and researcher at Business Research Unit (BRU-IUL). Undergraduate in Business Administration, he obtained a Master's Degree in Statistics and Information Management and a PhD in Management, specializing in Accounting (University of Coimbra, Portugal). He also integrates the supervisory board of Banco BIC português, S.A.. His research is in the fields of financial accounting, corporate governance, auditing, business and performance, and research methodologies. Member of scientific and editorial boards in conferences and international journals.