



DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS E EMPRESARIAIS
MESTRADO EM GESTÃO DE EMPRESAS
UNIVERSIDADE AUTÓNOMA DE LISBOA
“LUÍS DE CAMÕES”

**MECANISMOS DE *CORPORATE GOVERNANCE* PARA A REDUÇÃO
DOS CONFLITOS DE AGÊNCIA – IMPACTO NA COTAÇÃO DAS
AÇÕES**

Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Gestão de Empresas

Autor: Joana Maria dos Santos Serrano

Orientador: Professora Doutora Ana Maria Lourenço Quaresma

Número do candidato: 30007430

Novembro de 2023

Lisboa

*«In the midst of winter, I found there was, within me, an invincible summer.
And that makes me happy. For it says that no matter how hard the world pushes against me,
within me, there's something stronger – something better, pushing right back.»*

Albert Camus

Dedico esta dissertação à minha Mãe, que é a pessoa mais importante e especial da minha vida, e que foi o meu maior apoio nesta etapa.

Agradecimentos

Esta dissertação representa um árduo caminho de aprendizagem e superação. Foram várias as pessoas que estiveram presentes no decorrer desta etapa, contribuindo de forma subtil para a finalização da mesma, o que se traduziu no cumprimento de um lema especial para mim: “Se queres ir depressa, vai sozinho. Se queres ir longe, vai acompanhado”. A todos vós, expresso aqui os meus mais sinceros agradecimentos.

À minha orientadora, Professora Doutora Ana Maria Lourenço Quaresma, pelos conhecimentos transmitidos, pelo sentido crítico, apoio e rigor durante a execução desta dissertação.

Aos Professores que lecionaram a parte escolar do Mestrado em Gestão de Empresas, especialmente ao Coordenador Científico, Professor Doutor Joaquín Quirós, pelo seu profissionalismo e exigência, ao Professor Doutor José Brás dos Santos, que mesmo já não se encontrando fisicamente entre nós, marcou-me positivamente para sempre, deixando um legado que me deu conhecimento, força e inspiração, e ao Professor Doutor Bruno Maia pela sua incansável dedicação em todas as aulas.

Aos colegas de Mestrado, pela união, bom humor e aprendizagem, em especial àqueles que se tornaram amigos e demonstraram o seu carinho e apoio nesta etapa: António Correia, Catarina Moreira, Carla Fonseca, Fátima Brás, Joseane Ressurreição e Rúben Varela.

Aos meus amigos, pelo apoio, força e carinho, e por acreditarem sempre nas minhas capacidades, agradecendo em especial ao Tiago Luzio, pessoa muito querida e amigo extremamente notável que esteve sempre presente, como também à Anaís Ferreira que mesmo longe esteve sempre perto, ao André Barreira pela força desde o início, à Andreia Sofia pelas carinhosas palavras, ao Bruno Silva que me deu apoio nos piores dias, à Catarina Alves pelo carinho e amizade genuína, à Diana Magalhães pela força e boa disposição, ao José Mário pelo encorajamento e apoio incondicional, ao Leonardo Spínola pelo carinho e por acreditar sempre em mim, à Mafalda Duarte por estar sempre presente, ao Marçal Cid pelo apoio e amizade, à Rita Praxedes pelo carinho de sempre, à Sara Garcia pelo carinho e apoio, à Teresa Querido pelo amor e força constantes, e à Vanissa Lopes por todo o seu amor e luz.

À minha família, em especial ao meu irmão Luís Miguel pelo carinho, apoio e ajuda em dúvidas de natureza informática, à minha irmã Ana Catarina por estar presente, e à minha Mãe, Rita Maria, meu ídolo, minha melhor amiga, maior referência, grande inspiração e luz guia, pela amabilidade, doçura, apoio, motivação, força, inspiração, e por acreditar sempre em mim, não me deixando ir abaixo e dando a força que precisava para seguir em frente.

À minha avó materna, que é a minha estrelinha.

Resumo

Corporate Governance (CG) consiste num conjunto de processos que orienta as empresas na sua forma de dirigir e controlar, com a finalidade de alinhar interesses entre *stakeholders* (partes interessadas da empresa) e de aprimorar a transparência, a segurança e o desempenho das empresas. Para colmatar a divergência de interesses entre acionistas e gestores, devem pôr-se em prática as regras de um bom sistema de CG, estipulando uma subordinação apropriada dos interesses dos agentes (gestores) aos interesses dos principais (acionistas). Esta dissertação tem como intuito aprofundar o estudo sobre CG no que concerne à relação positiva entre as características da Comissão de Auditoria (CAUD) e do Conselho de Administração (CA) das empresas do *Portuguese Stock Index* (PSI), e o desempenho bolsista das mesmas. Para concretizar este objetivo, foi constituída a amostra que compreende as 19 empresas do PSI a 31 de dezembro de 2021, e foram recolhidos os dados acerca das variáveis criadas sobre a CAUD, o CA e o Desempenho Bolsista dessas mesmas empresas no período temporal de 2019 a 2021, através dos Relatórios e Contas obtidos dos *websites* das empresas do PSI, Relatórios de Governo Societário retirados do *website* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), e também das cotações de fecho a 31 de dezembro das ações das empresas do PSI, analisadas no *website* da *Euronext Lisbon*. A variável independente considerada neste estudo sobre a CAUD é a proporção entre o número de membros da CAUD e o número de membros do CA, as variáveis independentes utilizadas acerca do CA são o seu tamanho, o seu grau de membros executivos, o seu nível de independência, e a existência de separação de poderes do CEO face ao *Chairman*, e a variável dependente usada sobre o desempenho bolsista foi o indicador financeiro *Price-to-Book Value* (PBV). Os resultados obtidos através do coeficiente de correlação de *Pearson*, com recurso à função *Pearson* do *Microsoft Excel*, entre as variáveis independentes e dependente no período temporal de 2019 a 2021, mostram que as características relativas às variáveis da CAUD e do CA, tanto apresentam inexistência de impacto, como um impacto positivo ou negativo, na variável desempenho bolsista das empresas do PSI. Neste sentido, as hipóteses de investigação não foram corroboradas, não sendo possível concluir que os mecanismos de CG, CAUD e CA, através das variáveis do estudo, têm um impacto positivo no desempenho bolsista das empresas do PSI.

Palavras-chave: Comissão de Auditoria; Conselho de Administração; *Corporate Governance*; Desempenho Bolsista

Abstract

Corporate Governance (CG) consists of a set of processes that guides companies in their way of directing and controlling, with the purpose of aligning interests between stakeholders (company stakeholders) and improving the transparency, security and performance of companies. In order to bridge the divergence of interests between shareholders and managers, the rules of a good CG system should be put in place, stipulating an appropriate subordination of the interests of the agents (managers) to the interests of the principals (shareholders). This dissertation aims to deepen the study of CG with regard to the positive relationship between the characteristics of the Audit Committee (CAUD) and the Board of Directors (CA) of Portuguese Stock Index (PSI) companies, and their stock market performance. To achieve this objective, the sample comprising the 19 PSI companies on December 31, 2021 was constituted, and data on the variables created on the CAUD, CA and Stock Market Performance of these same companies in the time period from 2019 to 2021 were collected, through the Reports and Accounts obtained from the websites of the PSI companies, Corporate Governance Reports taken from the Portuguese Securities Market Commission (CMVM) website, and also from the closing quotations on December 31 of the shares of PSI companies, analysed on the Euronext Lisbon website. The independent variable considered in this study on the CAUD is the ratio between the number of members of the CAUD and the number of members of the CA, the independent variables used about the CA are its size, its degree of executive members, its level of independence, and the existence of separation of powers of the CEO from the Chairman, and the dependent variable used on stock market performance was the Price-to-Book Value (PBV) financial indicator. The results obtained through Pearson's correlation coefficient, using the *Pearson* function of Microsoft Excel, between the independent and dependent variables in the time period from 2019 to 2021, show that the characteristics related to the CAUD and CA variables, presented both situations having no impact, as well as situations with a positive or negative impact, on the stock market performance variable of PSI companies. In this sense, the research hypotheses were not corroborated, and it is not possible to conclude that the mechanisms of CG, CAUD and CA, through the study's variables, have a positive impact on the stock market performance of PSI companies.

Keywords: Audit Committee; Board of Directors; Corporate Governance; Stock Market Performance

Índice

1.	Introdução.....	1
1.1.	Importância de uma boa <i>Corporate Governance</i> (CG) e o seu impacto no Desempenho Bolsista das empresas	1
1.2.	Delimitação do Tema	2
1.3.	Objetivo Geral	4
1.4.	Objetivos Específicos	4
1.5.	Organização da Dissertação	5
2.	Revisão da Literatura	6
2.1.	Evolução do Conceito de <i>Corporate Governance</i>	6
2.2.	Aspetos Legais de <i>Corporate Governance</i>	8
2.3.	Teoria da Agência	10
2.4.	Conflitos de Agência.....	13
2.5.	Custos de Agência.....	15
2.6.	Mecanismos de <i>Corporate Governance</i>	16
2.6.1.	Mecanismos Externos	17
2.6.2.	Mecanismos Internos.....	18
2.6.2.1.	Conselho de Administração	20
2.6.2.2.	Comissão de Auditoria	21
2.7.	Relação entre <i>Corporate Governance</i> e o Desempenho Bolsista	22
2.7.1.	Relação entre o Tamanho do Conselho de Administração e o Desempenho Bolsista	23
2.7.2.	Relação entre a Independência do Conselho de Administração e o Desempenho Bolsista	26
2.7.3.	Relação entre o Número de Membros Executivos do Conselho de Administração e o Desempenho Bolsista.....	28
2.7.4.	Relação entre a Dualidade CEO e o Desempenho Bolsista	28

2.7.5.	Relação entre a Comissão de Auditoria e o Desempenho Bolsista.....	31
3.	Metodologia	35
3.1.	Metodologia do Estudo	35
3.2.	Modelo Conceptual e Hipóteses de Estudo.....	36
3.3.	Caracterização da Amostra.....	37
3.4.	Apresentação das Variáveis	38
3.4.1.	Variáveis Independentes	39
3.4.2.	Variável Dependente	40
3.5.	Método de Recolha de Dados.....	41
3.6.	Tratamento Estatístico dos Dados	42
4.	Análise e Discussão dos Resultados.....	43
4.1.	Estatística Descritiva	43
4.1.1.	Setores de Indústria das Empresas da Amostra.....	43
4.1.2.	Variáveis Independentes	45
4.1.3.	Variável Dependente	50
4.2.	Análise da Correlação entre as Variáveis.....	52
5.	Conclusões, Limitações e Perspetivas Futuras.....	64
5.1.	Principais Conclusões	64
5.2.	Limitações do Estudo	67
5.3.	Perspetivas Futuras.....	67
	Referências Bibliográficas	68
	ANEXOS.....	81
	ANEXO I. Fórmula de cálculo do Valor Contabilístico das empresas	82
	ANEXO II. Composição do Conselho de Administração das empresas do PSI no ano de 2019.....	83
	ANEXO III. Composição do Conselho de Administração das empresas do PSI no ano de 2020.....	84

ANEXO IV. Composição do Conselho de Administração das empresas do PSI no ano de 2021	85
ANEXO V. Apresentação dos resultados da variável CAU nos anos 2019, 2020 e 2021...	86
ANEXO VI. Apresentação dos resultados da variável TAMCA nos anos 2019, 2020 e 2021	87
ANEXO VII. Apresentação dos resultados da variável EXECA nos anos 2019, 2020 e 2021	88
ANEXO VIII. Apresentação dos resultados da variável INDCA nos anos 2019, 2020 e 2021	89
ANEXO IX. Apresentação dos resultados da variável CEOCHA nos anos 2019, 2020 e 2021	90
ANEXO X. Verificação de separação de poderes que existe nos Conselhos de Administração das empresas do PSI de 2019 a 2021	91
ANEXO XI. Dados recolhidos para obtenção do PBV no ano de 2019	92
ANEXO XII. Dados recolhidos para obtenção do PBV no ano de 2020	93
ANEXO XIII. Dados recolhidos para obtenção do PBV no ano de 2021	94
ANEXO XIV. Quadro resumo das variáveis independentes e da variável dependente das empresas da amostra.....	95

Lista de Figuras

Figura 1 – Questão de Investigação.	4
Figura 2 – Modelo Conceptual da Pesquisa.	36
Figura 3 – Peso dos setores das empresas do PSI no índice.	45
Figura 4 – Apresentação dos resultados da variável CAU das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.....	47
Figura 5 – Apresentação dos resultados da variável TAMCA das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.....	48
Figura 6 – Apresentação dos resultados da variável EXECA das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.....	48
Figura 7 – Apresentação dos resultados da variável INDCA das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.....	49
Figura 8 – Apresentação dos resultados da variável CEOCHA das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.	50

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Resultados esperados das Hipóteses de Investigação.....	37
Tabela 2 – Amostra.	38
Tabela 3 – Variáveis Independentes.....	39
Tabela 4 – Variável Dependente.	40
Tabela 5 – Setores de Indústria das empresas do PSI.	43
Tabela 6 – Peso dos setores das empresas do PSI no índice e respetivo número de empresas.	44
Tabela 7 – Tamanho da Comissão de Auditoria das empresas do PSI no período de 2019 a 2021.....	46
Tabela 8 – Apresentação dos resultados da variável PBV das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.....	51
Tabela 9 – Resultados do coeficiente de correlação de <i>Pearson</i> entre as variáveis independentes (CAU, TAMCA, EXECA, INDCA e CEOCHA) e a variável dependente (PBV).	52
Tabela 10 – Classificação do coeficiente de <i>Pearson</i>	53
Tabela 11 – Validação das Hipóteses de Investigação.....	63

Lista de Siglas, Acrónimos e Abreviaturas

ALTR	Altri
BCP	Banco Comercial Português
BES	Banco Espírito Santo
CA	Conselho de Administração
CAU	Proporção entre o número de membros da Comissão de Auditoria e o número total de membros do Conselho de Administração
CAUD	Comissão de Auditoria
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CEOCHA	Separação de poderes do CEO face ao <i>Chairman</i>
CG	<i>Corporate Governance</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários/ <i>Portuguese Securities Market Commission</i>
COR	Corticeira Amorim
CSR	<i>Corporate Social Responsibility</i>
CTT	Correios, Telégrafos e Telefones
EDP	Energias de Portugal
EDPR	Energias de Portugal Renováveis
EGL	Mota-Engil
EUA	Estados Unidos da América
EXECA	Proporção entre o número de membros executivos e o número total de membros do Conselho de Administração
GALP	Galp Energia
GVOLT	Greenvolt – Energias Renováveis
H	Hipóteses de estudo
IBS	Ibersol
INDCA	Proporção entre o número de membros independentes e o número total de membros do Conselho de Administração
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
ISIN	<i>International Securities Identification Number</i>
JMT	Jerónimo Martins
LSE	<i>London Stock Exchange</i>
NBA	Novabase

NVG	<i>The Navigator Company</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
ρ	Coefficiente de correlação de <i>Pearson</i>
PBV	<i>Price-to-Book Value</i>
PHR	Pharol
PME	Pequenas e Médias Empresas
PSI	<i>Portuguese Stock Index</i>
RAM	Ramada Investimentos e Indústria
REN	Redes Energéticas Nacionais
ROA	<i>Return on Assets</i>
ROE	<i>Return on Equity</i>
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SEM	Semapa
SON	Sonae
SOX	<i>Lei Sarbanes-Oxley</i>
TAMCA	Tamanho do Conselho de Administração

1. Introdução

Neste capítulo será identificada e justificada a pertinência da escolha do tema, a questão de investigação, os objetivos (geral e específicos) da dissertação, e a forma como a mesma está estruturada.

1.1. Importância de uma boa *Corporate Governance* (CG) e o seu impacto no Desempenho Bolsista das empresas

A presente dissertação tem como tema “Mecanismos de *Corporate Governance* para a redução dos conflitos de agência - impacto na cotação das ações”, e este será explanado através da Revisão da Literatura e com recurso a uma investigação empírica.

De acordo com Silva *et al.* (2006) deve ser utilizado o termo “*Corporate Governance*” ao invés de “Governo da Sociedade”, uma vez que ao usar a expressão “*Corporate Governance*”, o conceito está a ser abordado num sentido muito mais amplo, pois o conceito de “Governo da Sociedade” pode ser interpretado como restrito às sociedades comerciais e industriais cujo fim é ter lucro, e com capital acionista aberto ao investimento público e/ou privado, ou seja, o termo “Governo da Sociedade” restringe-se muito à forma como as sociedades deste cariz podem ser governadas, havendo um foco nos termos legais, enquanto que com a expressão “*Corporate Governance*” há uma abrangência muito maior, pois este termo envolve qualquer tipo de sociedade.

A *Corporate Governance* promove a orientação estratégica de uma organização, a monitorização eficaz da mesma, a prestação de contas, a construção da confiança dos investidores, melhor acesso ao capital externo, diminuição dos conflitos de agência, e uma maior eficiência organizacional (John & Senbet, 1998; García-Meca *et al.*, 2015).

Corporate Governance é um tema relativamente recente e de extrema importância no funcionamento das empresas na atualidade. A sua pertinência surge após alguns escândalos financeiros cuja repercussão se espelhou em diversos países da Europa. Ao ser colocada em causa a conduta dos gestores, estes escândalos fomentaram a necessidade de implementação de mecanismos que promovessem mais transparência e confiança na gestão das empresas. Uma boa gestão é uma característica crucial para o bom desempenho da empresa, e uma má gestão incrementa os conflitos de agência devido principalmente a uma assimetria de informação presente entre acionistas e gestores (Rente, 2018).

Desta forma, é importante realizar esta investigação uma vez que a temática da *Corporate Governance* se tornou fundamental na atualidade devido ao aumento de atividades fraudulentas,

conflitos de agência e informações privilegiadas que impactam negativamente o desempenho das empresas. A boa *Corporate Governance* garante ao investidor o fornecimento de divulgação transparente e informações relevantes que sejam amigáveis ao investidor (Saha *et al.*, 2018).

Carvalho (2019) define *Corporate Governance* como um conjunto de regras e condutas que estabelece a forma como as empresas são dirigidas e controladas, com o intuito de haver uma melhoria do desempenho das mesmas e dos *stakeholders* (partes interessadas) envolvidos, assegurando assim a continuidade das organizações. A aplicação destas normas e condutas revela ser especialmente importante para as empresas cotadas em bolsa, uma vez que além de estas se promoverem a si próprias, promovem também o mercado de capitais onde estão inseridas.

Ahmed *et al.* (2020) mostram que os mecanismos de *Corporate Governance* têm um papel de grande relevância no desempenho das empresas, e que a implementação apropriada dos mecanismos de *Corporate Governance* melhora o desempenho financeiro das mesmas. Assim, esse melhor desempenho melhorará positivamente a economia do país a longo prazo.

No suceder dos últimos anos, a *Corporate Governance* tem vindo a tornar-se num tema cada vez com mais presença nas empresas e também numa questão de regulamentação financeira. A relevância deste tema está diretamente relacionada com várias áreas de estudo, como por exemplo o desempenho das empresas. A *Corporate Governance* tem uma função essencial na necessidade de existência de boas práticas no interior das organizações como também de uma relação estável nos mercados financeiros, com a finalidade de assegurar um crescimento sustentável e evolutivo das empresas (Oliveira, 2021).

Nos últimos anos, o conceito de *Corporate Governance* evoluiu significativamente para se ajustar às práticas da entidade e aos desenvolvimentos regulamentares, contendo uma gama alargada de tópicos que transcendem a abordagem focada nos acionistas (Bertoldi, 2022).

1.2. Delimitação do Tema

Matias (2016) reconhece que *Corporate Governance* é um tema que tem vindo a ganhar cada vez mais relevância, uma vez que as boas práticas de *Corporate Governance* impactam de forma positiva os mercados financeiros, e consequentemente o crescimento económico do país. Foi com o suceder dos escândalos financeiros em empresas como a Enron, a WorldCom, a Vivendi e a Parmalat, que começou a ser dada mais atenção ao tema *Corporate Governance* uma vez que a confiança e a credibilidade da gestão das empresas foram questionadas. Surgiu assim, uma necessidade de incrementar a transparência e de existir uma separação de poderes

por parte de quem administra e por parte de quem controla. Deste modo, a evolução do mercado financeiro, assim como as crises financeiras, levaram a que a *Corporate Governance* fosse cada vez mais objeto de estudos e debates, mais precisamente sobre o impacto das características dos Conselhos de Administração no desempenho das empresas (Matias, 2016).

Antas (2016) acrescenta que no caso português, a *Corporate Governance* é uma temática que tem vindo a ter cada vez mais importância após os escândalos financeiros que ocorreram com o Banco Espírito Santo (BES) e com a venda da Portugal Telecom à Altice.

Por um lado, a origem destes escândalos foi a fragilidade das estruturas de *Corporate Governance*, por outro lado, foi a arbitrariedade a nível contabilístico e de gestão, identificada sob o conceito de “manipulação de resultados” (Zehri & Zgarni, 2020).

No caso BES, os mecanismos de *Corporate Governance* estavam implementados, porém não operavam de forma apropriada, e a informação e o efeito por eles gerados, eram retidos pelas altas estruturas da Administração do banco (Fernandes, 2021).

O presente estudo avalia os mecanismos internos de *Corporate Governance* considerados pela literatura existente, importantes na redução dos conflitos de agência, tais como: o Conselho de Administração (CA) e a Comissão de Auditoria (CAUD), relacionando esta matéria com o desempenho bolsista das organizações que estão listadas no *Portuguese Stock Index* (PSI). O desempenho bolsista da organização irá ser analisado através do indicador *Price-to-Book Value* (PBV), obtido das organizações em estudo, que se traduz no quociente entre o Valor de Mercado de uma empresa e o Valor Contabilístico dessa mesma empresa, sendo que quanto maior for o Valor de Mercado relativamente ao Valor Contabilístico da empresa, maior será o desempenho bolsista da mesma. A amostra da investigação contempla as empresas listadas no PSI da *Euronext Lisbon* nos anos de 2019, 2020 e 2021.

A questão de investigação da dissertação é a seguinte:

“Os mecanismos internos de *Corporate Governance* têm um impacto positivo no Desempenho Bolsista das Organizações do PSI?”. A figura 1 esquematiza a questão de investigação.

Serão levantadas as hipóteses de estudo (H) que envolvem os mecanismos de *Corporate Governance*: Conselho de Administração e Comissão de Auditoria, das empresas do PSI, e o desempenho bolsista das mesmas, que serão abordadas e explicadas no capítulo reservado à metodologia.

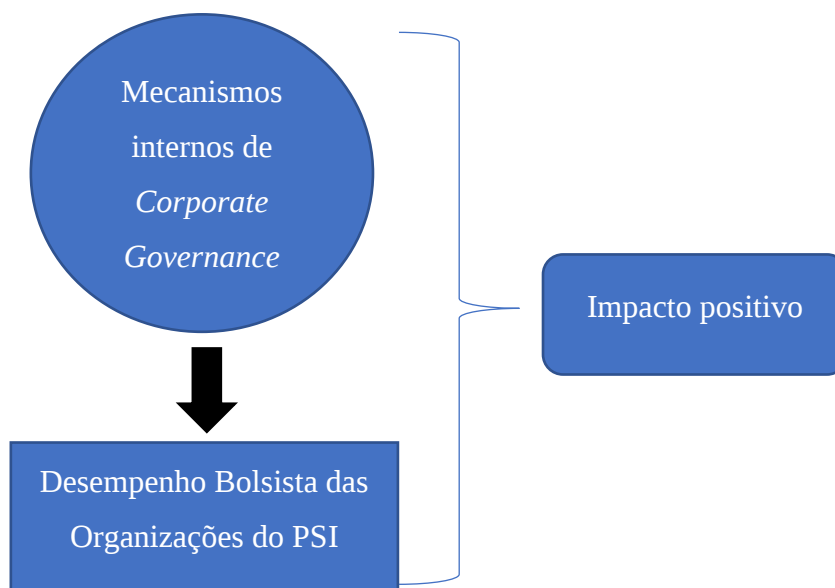


Figura 1 – Questão de Investigação.

Fonte: Elaboração Própria

1.3. Objetivo Geral

Tendo como principal base a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), e estudos realizados por vários autores na área da *Corporate Governance*, ao fazer esta investigação é pretendido analisar se os mecanismos internos de *Corporate Governance* (Conselho de Administração e Comissão de Auditoria) das empresas que integram o PSI, impactam de forma positiva o desempenho bolsista das mesmas no período de 2019 a 2021.

1.4. Objetivos Específicos

Os objetivos específicos consistem no que é pretendido responder, de forma a concretizar o objetivo geral, ou seja:

- a) Avaliar a existência de uma relação positiva entre o número de membros que constituem o Conselho de Administração, e o desempenho bolsista das organizações, e explicitá-la através dos resultados obtidos;
- b) Avaliar a existência de uma relação positiva entre a proporção de executivos que constituem o Conselho de Administração, e o desempenho bolsista das organizações, e explicitá-la através dos resultados obtidos;

- c) Avaliar a existência de uma relação positiva entre a proporção de independentes que constituem o Conselho de Administração, e o desempenho bolsista das organizações, e explicitá-la através dos resultados obtidos;
- d) Avaliar a existência de uma relação positiva entre a separação de poderes entre o *Chief Executive Officer* (CEO) e o Presidente do Conselho de Administração (*Chairman*) no Conselho de Administração, e o desempenho bolsista das organizações, e explicitá-la através dos resultados obtidos;
- e) Avaliar a existência de uma relação positiva entre o número de membros que constituem a Comissão de Auditoria e o desempenho bolsista das organizações, e explicitá-la através dos resultados obtidos.

1.5. Organização da Dissertação

A estrutura do trabalho está organizada em 5 capítulos:

O capítulo 1 faz uma Introdução ao tema “Mecanismos de *Corporate Governance* para a redução dos conflitos de agência - impacto na cotação das ações”, abordando a sua importância, delimitação, formulação da questão de investigação, o objetivo geral e os objetivos específicos, assim como a justificação da escolha do mesmo.

O capítulo 2 apresenta a Revisão da Literatura, que consiste no Estado da Arte na área do Governo das Sociedades/*Corporate Governance*, em que, com recurso a estudos de natureza científica sobre esta temática, é feita uma abordagem ao conceito e importância de *Corporate Governance*, à Teoria da Agência, aos Conflitos de Agência, aos Custos de Agência, e principalmente, aos mecanismos de *Corporate Governance*: Conselho de Administração e Comissão de Auditoria de forma a ser possível sustentar o trabalho de investigação desenvolvido.

O capítulo 3 expõe a Metodologia que foi utilizada nesta investigação, que se trata de um método de abordagem hipotético-dedutivo, uma vez que para encontrar respostas concretas, definidas e objetivas, foram elaboradas premissas com base na veracidade das hipóteses, que foram testadas através do método coeficiente de correlação linear.

O capítulo 4 exhibe a Análise e Discussão dos resultados obtidos.

No capítulo 5 são expressas as Conclusões obtidas com esta investigação, e são apresentadas as principais limitações ao estudo e sugestões para futuras investigações.

Por fim, estão referidas as referências bibliográficas.

2. Revisão da Literatura

Neste capítulo, é apresentada uma Revisão da Literatura relativa ao tema de *Corporate Governance*, ou seja, é retratado o estado mais recente do conhecimento acerca da temática em estudo, com base em estudos científicos de diversos autores. Serão revisados conceitos como *Corporate Governance*, Teoria da Agência, Conflitos de Agência, Custos de Agência, Mecanismos de *Corporate Governance*, com uma forte incidência nos Mecanismos internos de *Corporate Governance*.

2.1. Evolução do Conceito de *Corporate Governance*

Shleider e Vishny (1997, p. 2) defendem que “a *Corporate Governance* lida com a maneira pela qual os financiadores das empresas asseguram o retorno dos seus investimentos”.

A *Corporate Governance* significa “a totalidade dos mecanismos institucionais e organizacionais, bem como os direitos de decisão, intervenção e controlo correspondentes, que servem para resolver conflitos de interesse entre os diferentes grupos que têm uma participação numa empresa e que, isoladamente ou na sua interação, determinam a importância das decisões numa empresa e, em última análise, determinam quais as decisões a tomar” (Schmidt, 1997, p. 83).

A *Corporate Governance* tem como finalidade proporcionar segurança às empresas, atenuando deste modo erros que se considerem relevantes na contabilidade das mesmas, nomeadamente, erros que são de natureza intencional, ou seja, fraudes. Quando há uma forte proteção ao investidor, tal como se reflete em valiosos e amplos mercados financeiros, propriedade dispersa de ações e alocação eficiente de capital, este sistema é eficaz. A abordagem legal é uma forma mais proveitosa de compreender a *Corporate Governance* e a sua reforma, do que a distinção convencional entre sistemas financeiros centrados em bancos e centrados no mercado (La Porta *et al.*, 2000).

Corporate Governance é o sistema pelo qual uma empresa, ou organização cujo fim não é o lucro, é dirigida e controlada, a fim de atingir os seus objetivos, desempenho e gestão financeira, mas também responsabilidade, integridade e abertura (OCDE, 2004).

O Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), associação de direito privado, sem fins lucrativos, constituída em 2003, define *Corporate Governance* como "o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é

mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência" (Silva *et al.*, 2006, p. 12).

Quaresma (2007) faz notar que o ajustamento das organizações aos novos conceitos sobre *Corporate Governance*, substancializado nas recomendações da CMVM acerca da matéria, tem vindo a ser aprimorado ao longo do tempo. Em muitos casos, é preciso efetuar alterações à legislação de forma a possibilitar a adaptação das organizações às melhores práticas de *Corporate Governance*, facto que torna evidente a sua relação com o modelo de *Corporate Governance* que está presente em cada sociedade.

De acordo com a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), no Código de Governo das Sociedades, *Corporate Governance* é um sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades, que está focado nas sociedades que são cotadas em mercado regulamentado. Este contém uma vertente interna e uma vertente externa, sendo a primeira respeitante ao conjunto das normas no interior das sociedades cotadas, e a segunda concerne à apreciação do desempenho das sociedades, através do funcionamento usual dos mecanismos de mercado (externos), domínio em que o comportamento dos investidores institucionais demonstra ter grande importância (CMVM, 2013).

Associa-se *Corporate Governance* ao uso de políticas e práticas pelas entidades com o intuito de solucionar o problema de agência, que existe em todas as organizações cotadas em bolsa (Larcker & Tayan, 2015).

Segundo a OCDE (2016), a finalidade da *Corporate Governance* é criar um ambiente confiável, transparente e responsável nas empresas, de forma a haver investimento a longo prazo, estabilidade a nível financeiro e inclusão empresarial, incitando a um crescimento mais potente e a sociedades mais integradoras.

Para Samra (2016), *Corporate Governance* é a agregação de mecanismos corporativos e de mercado que incitam à maximização do valor da empresa para os seus *stakeholders*, através dos incumbidos das tomadas de decisão acerca dos procedimentos da empresa.

É perceptível que as definições de *Corporate Governance* chegam a ilações parecidas acerca da sua finalidade, que no cômputo geral é separar a propriedade da gestão, e prevenir práticas que não são transparentes através de mecanismos que têm como objetivo salvaguardar os interesses dos acionistas e demais *stakeholders* (Monteiro, 2019).

Miążek (2021) refere que uma revisão das definições de *Corporate Governance* revela a inexistência de uma definição única e uniforme do conceito. O seu significado é definido de diferentes formas, por distintos autores, dependendo essencialmente das suas visões expressas acerca do meio envolvente da sociedade, dos seus objetivos, da área de funcionamento ou da

multiplicidade cultural. A definição de *Corporate Governance* também depende da abordagem teórica usada, e esta pode fazer alusão apenas aos interesses dos acionistas e à sua relação com a Administração (abordagem da Teoria da Agência) ou referir-se somente a todos os grupos interessados (Teoria dos *Stakeholders*).

Carvalho (2022) reconhece que o conceito da *Corporate Governance* abrange os processos de governar um sistema social mediante leis, normas, poder ou linguagem de uma sociedade estruturada e teve um progresso significativo nos últimos anos para se ajustar às práticas das empresas e à evolução regulamentar e legislativa. O autor acrescenta ainda que a *Corporate Governance* trata a forma como o poder é exercido sobre as empresas, e que a mesma compreende as atividades do Conselho de Administração e os seus vínculos com os acionistas (*shareholders*), assim como com aqueles que fazem a gestão da empresa, auditores externos, reguladores e outras partes interessadas (*stakeholders*).

2.2. Aspetos Legais de *Corporate Governance*

Em 1992, a temática *Corporate Governance* chegou à Europa, mais concretamente ao Reino Unido, através da publicação do Relatório *Cadbury*, publicado pela *London Stock Exchange* (LSE), Bolsa de Valores de Londres, que apareceu como resposta à ocorrência de escândalos éticos e financeiros no Reino Unido (Boyd, 1996).

Segundo Andrade e Rossetti (2004), o rumo da *Corporate Governance* nos Estados Unidos da América (EUA) foi modificado por Robert Monks. Este pioneiro ativista centrou-se em dois valores fundamentais de boa *governance*: *fairness* (sentido de justiça) e *compliance* (conformidade legal essencialmente associada aos direitos dos acionistas minoritários). Ao reger-se por estes valores, Robert Monks pôs o seu foco nos direitos dos acionistas, instigando-os a mobilizarem-se para o exercício de uma função ativa nas organizações.

No ano de 1998, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), formou um grupo de trabalho que visava acompanhar a evolução da temática *Corporate Governance* nos diversos países. Deste trabalho, surgiu em 1999 um conjunto de Princípios sobre o Governo das Sociedades, que consistia em indicações direcionadas aos Estados, para estes inserirem mecanismos de assistência aos acionistas e aos outros indivíduos envolvidos nas empresas cotadas (Moreira *et al.*, 2004).

Moreira *et al.* (2004) referem também que a *Corporate Governance* só surgiu em Portugal em outubro de 1999, aquando da aprovação de um conjunto de recomendações pela CMVM sobre as regras de conduta que deviam ser consideradas no exercício do controlo e direção das empresas cotadas. Segundo Marques (2007), estas recomendações deviam ser compreendidas

como “recomendações de e para o mercado”. O documento “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas” emitido pela CMVM, é um documento onde está referida informação importante acerca da representação dos acionistas e respetivo direito de voto, divulgação de informação, auditorias e fixação de remunerações (Rente, 2018).

De acordo com Silva *et al.* (2006), *Corporate Governance* está assente em quatro pilares: a transparência, a equidade, a responsabilização e o alinhamento de interesses.

A transparência consiste na divulgação da informação atempadamente e de forma clara, ou seja, assegurar a divulgação de informação incluindo a situação financeira, *performance*, factos relevantes, entre outros (Silva *et al.*, 2006, p. 177). Já a equidade, consiste em assegurar proteção e igual tratamento a todos os acionistas e restantes *stakeholders* (Silva *et al.*, 2006, p. 23). O pilar da responsabilização serve para os gestores serem responsabilizados pelos atos de gestão praticados dentro da organização, havendo desta forma consequências para atos de desonestidade, realizados de forma intencional (Silva *et al.*, 2006, p. 13). Por último, temos o alinhamento de interesses, que consiste num pilar que pretende alinhar a atuação dos gestores com os interesses dos diferentes *stakeholders*, nomeadamente acionistas (Silva *et al.*, 2006, p. 79).

Ainda no âmbito legal, Pires (2008) refere que a *Sarbanes-Oxley Act* (SOX), emitida em 30 de julho de 2002, surgiu em resposta a uma série de grandes escândalos financeiros, com o intuito de recuperar a confiança dos investidores na fiabilidade e adequação do relato financeiro, assim como nas práticas empresariais. Um dos seus objetivos fulcrais, era levar as empresas cotadas nos EUA a reportarem sobre a eficácia dos controlos internos acerca do relato financeiro. Silva e Junior (2008) confirmam que a SOX mudou a forma como eram reconhecidos e tratados os controlos internos nas empresas, pois a sua finalidade foi que estes últimos fossem eficazes, a ponto de não permitirem erros nas demonstrações financeiras que pudessem levar à modificação das decisões de quem investe, de quem analisa ou de quem administra.

De acordo com a OCDE (2016), os Princípios de Governo das Sociedades são os seguintes:

- I. Garantir a base para um enquadramento eficaz do Governo das Sociedades;
- II. Os direitos e o tratamento equitativo dos acionistas e as funções fundamentais do exercício dos direitos;
- III. Investidores institucionais, mercados de ações e outros intermediários;
- IV. O papel dos *stakeholders* no Governo das Sociedades;
- V. Divulgação de informação e transparência;
- VI. As funções do Conselho de Administração.

Atualmente, estes princípios são uma referência internacional com bastante importância, que têm tido um papel fulcral de orientação e direção para iniciativas legislativas e regulamentadoras nos Estados Membros da OCDE, entre os quais Portugal e muitos outros países comunitários, e ainda em países terceiros (OCDE, 2016).

Corporate Governance “deve promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade e transparência da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades” (Código de Governo das Sociedades, 2018, p. 11).

2.3. Teoria da Agência

Segundo Jensen e Meckling (1976), a relação de agência define-se como um contrato sob o qual um ou mais indivíduos (designados por principais), atribuem a outro indivíduo ou outros indivíduos (denominados por agentes) poder para executar funções de tomada de decisão. Estes autores reconhecem dois tipos de conflitos entre principais e agentes: os conflitos entre acionistas (principal) e gestores de topo (agente), e os conflitos entre credores (principal) e acionistas (agente).

Como foi referido, é muito usual os interesses e os objetivos dos principais e dos agentes (maioritariamente acionistas e gestores) estarem desalinhados, o que leva a conflitos de interesses. Muitas vezes, o excesso de concentração de poder nos gestores leva-os a agir em primeiro lugar, dando primazia aos seus interesses pessoais, preterindo os interesses dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

Jensen e Meckling (1976), referem ainda que a separação de poderes entre acionista e gestor tem uma relação direta com o conflito de interesses, pois quanto maior for a separação entre o acionista e o gestor, maior será também o conflito de interesses.

Na Teoria da Agência os agentes e os principais têm interesses distintos, o que cria a possibilidade de um agente se preferir a si mesmo ao invés de preferir os interesses do seu principal, por isso é perceptível que esta Teoria parte do princípio de que os agentes não são de confiança, ou seja, estes não tomam decisões em prol dos interesses dos proprietários, originando assim a assimetria de informação (que fica a favor dos agentes), que se pode e costuma traduzir em ameaças. Pode-se aferir que a delegação de poderes do principal para o agente origina a relação de agência, e nesta relação é expectável que as decisões do agente visem ao atendimento dos interesses do principal, o que nem sempre acontece (Jensen & Meckling, 1976).

Jensen e Meckling (1976), no cômputo geral, mostram que na Teoria da Agência os diretores atendem aos seus próprios interesses, carecendo de monitorização e controlo para salvaguardar o cumprimento dos interesses dos acionistas. No âmbito desta teoria, é revelada através de estudos, a existência de mecanismos de *Corporate Governance* para diminuir a assimetria de informação, minimizando a extração de rendimento aos acionistas pelos gestores, e maximizando o valor da entidade.

A Teoria da Agência é o ponto chave para se iniciarem as discussões sobre a temática da *Corporate Governance*, pois os conflitos de agência podem influenciar o valor e o desempenho das entidades através dos fluxos de caixa que os investidores esperam vir a obter, assim como, o custo de capital da empresa (Shleifer & Vishny, 1997).

De acordo com Jensen e Meckling (1976), La Porta *et al.* (1999) e La Porta *et al.* (2002), a Teoria da Agência perspetiva que o conceito do acordo de acionistas, num âmbito de proteção legal dos mesmos, realça a existência de conflitos de interesses entre acionistas minoritários e majoritários. É expectável que em países que têm uma fraca oferta de proteção legal a investidores e a empresas com forte concentração acionista, os acionistas majoritários usem o seu poder de voto para aprovar decisões do Conselho com a finalidade de expandirem a sua riqueza, o que por vezes não favorece os acionistas minoritários.

Para Bedicks (2009 citado por Nassiff e Souza, 2013), a Teoria da Agência analisa os conflitos existentes entre os principais (proprietários) e os agentes (gestores), tendo em consideração que os interesses destes dois conjuntos de indivíduos nem sempre estão alinhados.

A Teoria da Agência defende que os dividendos podem ter a função de disciplinar os *insiders* (agentes que têm a responsabilidade pela gestão das sociedades, como membros executivos, membros não executivos e diretores) que se comportam de maneira oportunista, negando-lhes fundos gratuitos que conseguiriam ser extraídos como benefícios privados ou a permissão de folga da gerência. Esta teoria salienta a necessidade de monitorizar os *insiders* da corporação para evitar que eles utilizem de forma oportuna o seu arbítrio em benefício próprio (Licht, 2014).

Sánchez e Barroso-Castro (2015) mencionam que a literatura mais tradicional, que tem como base a Teoria da Agência, reconhece como principal atividade do Conselho a função de controlo, e revela que os membros não executivos do Conselho são mais eficazes do que os membros executivos do mesmo, no controlo da alta administração e na proteção dos interesses dos acionistas. Esta ótica reforça a importância específica da função dos administradores não executivos na constituição do Conselho de Administração. A isto acrescentam-se os escândalos financeiros de empresas de alto perfil, como Enron Corporation, Tyco International plc,

WorldCom e Adelphia Communications Corporation, que lembraram a importância da independência do Conselho, conjuntamente com a redução do número de membros executivos do Conselho e da primazia atribuída à função de controlo do Conselho. Ao contrário da Teoria da Agência, que defende que é preciso uma elevada percentagem de membros não executivos do Conselho para cumprir o papel de controlo do mesmo, as teorias mais modernas têm no seu foco a procura de membros do Conselho qualificados e competentes, independentemente do tipo.

Broye *et al.* (2017) referem que no âmbito da Teoria da Agência, a remuneração do CEO está positivamente relacionada com o desempenho da empresa, através do papel importante das medidas de desempenho na determinação da remuneração total e de incentivo dos executivos, o que auxilia no alinhamento de interesses entre acionistas e CEOs.

Segundo a Teoria da Agência, as características do Conselho são capazes de impactar a qualidade e o desempenho financeiro da empresa (Ahmadi *et al.*, 2018).

Pearce II e Patel (2018) referem que a Teoria da Agência defende a ideia de que um Conselho independente auxilia a salvaguardar que o CEO tome decisões que sejam do interesse dos principais *stakeholders* da entidade, mesmo que sejam egoístas ao mesmo tempo.

A Teoria da Agência defende que os Conselhos de Administração com maior proporção de membros não executivos, têm uma melhor representação dos interesses dos investidores (DeBoskey, Luo & Wang, 2018).

Na Teoria da Agência, os agentes têm uma conduta oportunista e dão benefícios excessivos a si próprios, em detrimento dos interesses dos acionistas. Sob esta perspetiva, a dualidade do CEO espelha uma supervisão mais fraca do Conselho e um poder de gerência mais forte, o que permite aos autores preconizarem que os Conselhos devem ser independentes da Administração para evitar o entrincheiramento da gerência (Aktas *et al.*, 2019).

Desender *et al.* (2020) no âmbito da Teoria da Agência, argumentam que num sistema direcionado para o acionista, as entidades são consideradas económicas, e estas maximizam o valor para o acionista.

A Teoria da Agência sugere que a presença de membros independentes no Conselho pode gerar um efeito com importância na eficácia das funções de supervisão do mesmo (Zehri & Zgarni, 2020).

Agarwal e Singh (2021) referem que a Teoria da Agência descreve a existência de conflitos de interesses entre os principais e os agentes, que por sua vez trará custos de agência. Estes conflitos podem ser reduzidos através de mecanismos de *Corporate Governance* justos e sólidos, focalizados pela Teoria da Agência, teoria que mostra que a estrutura de propriedade

de uma organização desempenha um papel essencial na atenuação dos custos de agência. A Teoria da Agência possui conexões em diversas e distintas disciplinas acadêmicas, e o seu significado é onnipresente e bem conhecido.

“Instabilidade fundamental da *Corporate Governance* Americana” foi a designação atribuída à separação entre propriedade e controlo (Roe, 2004). De acordo com Haan (2022) este conceito nas áreas do direito e da economia suscitou a Teoria da Agência, que consiste numa teoria em que há problemas de agência entre gerentes “fortes” e proprietários “fracos”, que são considerados como a fundamental ineficiência da organização empresarial.

A Teoria da Agência mostra que o Conselho e os diretores têm a possibilidade de se posicionarem à frente dos acionistas das empresas, no entanto, as boas práticas de *Corporate Governance* procuram assegurar que o Conselho cumpra efetivamente as suas incumbências de supervisão e prestação de contas aos acionistas das empresas. As boas práticas de *governance* podem ser decompostas em duas classes principais: práticas de *governance* relacionadas com o Conselho e práticas de *governance* relacionadas com os acionistas, em que as primeiras pretendem assegurar que o Conselho de uma empresa cotada em bolsa supervisione efetivamente os negócios da mesma, e as segundas procuram assegurar a prestação de contas aos acionistas, de forma a existir eficácia no funcionamento do Conselho em representação dos mesmos (O'Hare, 2022).

2.4. Conflitos de Agência

O conflito de agência ocorre quando há uma separação de poderes entre acionistas e gestores, pois há uma divergência e desarmonia de interesses entre estes, havendo uma das partes que tenta obter benefícios sobre a outra de um mesmo contexto. Ao ocorrer um conflito desta natureza, estão inerentes problemas de assimetria de informação entre o agente ou gestor, e o proprietário ou acionista (Jensen & Meckling, 1976).

Segundo Jensen e Meckling (1976) quando os proprietários do capital são pessoas diferentes dos gestores, há diferenças entre o que uns e outros entendem ser o melhor para as empresas. Estas situações existem uma vez que há a vertente dos acionistas, que pretendem obter o máximo retorno possível do seu investimento a curto prazo, e por outro lado, há a posição dos gestores, que tencionam alcançar resultados positivos a médio e longo prazo, que lhes permitam garantir a estabilidade dos seus cargos nas empresas. Para minimizar os efeitos negativos dos conflitos de agência, as empresas definem regras específicas sobre que poderes são atribuídos aos gestores e até que ponto os acionistas podem intervir na gestão da empresa, evidenciando a

necessidade do alinhamento de interesses entre acionistas e gestores cujo âmbito se enquadra na temática *Corporate Governance*.

Também há outro tipo de conflito de interesses: conflito de interesses entre acionistas e credores. Estes conflitos acontecem quando há substituição de ativos, ou seja, quando os acionistas (incentivados) trocam os seus ativos por ativos mais competitivos (ativos com rendibilidades superiores, e inerentemente com risco superior). Ao ocorrer esta situação com projetos de risco elevado, os credores fazem previsões de que o investimento poderá não ter o retorno expectável, e por isso, existe a possibilidade da empresa ter incapacidade de liquidar as suas dívidas para com os seus credores, e desta forma, estes tentam impedir essa troca de ativos. Este conflito de interesses traz um custo acrescido para os credores, que terão de fazer uma análise ao histórico de bons projetos e de pagamento de dívidas da empresa, através da coleta e investigação de informação (Jensen & Meckling, 1976).

Os axiomas que têm por base os conflitos de agência são os seguintes:

- O axioma de Klein, que se caracteriza pela inexistência de contrato completo. Neste contrato está estipulado haver um número elevado de possíveis ocorrências, como também múltiplas reações às mesmas, e uma crescente ocorrência de imprevisibilidades (Klein, 1983).
- O axioma de Jensen-Meckling, que tem como característica a inexistência do agente perfeito, ou seja, inexistência do gestor perfeito. O agente age em função da força do próprio interesse e pelos propósitos imperfeitamente simétricos (Jensen & Meckling, 1994).

De acordo com Silveira *et al.* (2003), os mecanismos internos (sistema de remuneração e detenção de ações dos executivos), assim como os mecanismos externos (difusão de informações recorrentes acerca da empresa, existência de um mercado de aquisições hostis e de competitividade no mercado de trabalho), são muito relevantes para a atenuação dos conflitos de agência.

Os conflitos de agência, explicitados pelos axiomas de Klein e de Jensen-Meckling, ocorrem cada vez com mais frequência na envolvente empresarial, o que influencia a tomada de decisões em concordância com as suas condições de *governance*, requerendo a utilização de práticas e procedimentos que atenuem esses conflitos de interesses, conservando o desenvolvimento sustentável do negócio (Paiva, 2013).

Os modelos de remuneração de executivos demonstram muita eficiência na solução de conflitos de agência, e simultaneamente, na melhoria da *performance* e do valor da empresa (Karim, Lee & Suh, 2018; Song & Wan, 2019).

Kastiel (2021) refere como temas recorrentes a atenção diligente dada aos problemas de *midstream*, assim como o progresso dos arranjos de *governance* no decorrer do tempo, o facto

de algumas escolhas e argumentos de *insiders* serem motivo de preocupação por poderem executar uma função de camuflagem ao tornar menos evidente a forma como os seus interesses privados estão a ser satisfeitos, e o reconhecimento de que há a possibilidade dos acordos que foram considerados como instrumentos para solucionar conflitos de agência (como esquemas de pagamento e disposições de afretamento) serem um produto de conflitos de agência.

2.5. Custos de Agência

Segundo Jensen e Meckling (1976), os custos de agência são compostos pela soma das despesas de supervisão (*monitoring*) por parte do principal, com as despesas com a concessão de garantias contratuais (*bonding costs*) por parte do agente, e com as perdas residuais, que ocorrem devido ao incumprimento do objetivo de maximização de riqueza dos acionistas originado por comportamentos divergentes, ou seja, ocorrem devido à perda de riqueza dos acionistas.

Jensen e Meckling (1976) referem que a importância e dimensão dos custos de agência é variável de empresa para empresa, e que estes podem ser influenciados por diversos fatores, como por exemplo:

- Os custos de avaliação do desempenho do gestor;
- A facilidade com que os gestores podem exercer as suas preferências, por vezes contrárias à maximização do valor;
- Os custos dos sistemas de incentivos;
- Os custos de implementação e controlo de regras e políticas;
- O nível de competição existente no mercado de trabalho dos gestores;
- Eficiência do órgão de supervisão sobre a atuação dos gestores.

Jensen e Meckling (1976) introduziram a variável “custos de agência” com o intuito de medir o impacto dos conflitos de agência, mais concretamente o impacto sobre a estrutura de capital das empresas.

Segundo Jensen e Meckling (1976) os custos de agência são constituídos por três elementos:

- O custo de oportunidade inerente à atenuação da riqueza aquando das divergências entre acionistas e gestores;
- Custos de controlo das atividades dos gestores, como auditorias por exemplo;
- Custos de falência e de reestruturação da empresa.

Todos estes custos têm um impacto na estrutura de capital das empresas, no entanto, os custos de falência e de reestruturação podem mesmo impactar diretamente a estrutura de capital das mesmas, havendo mesmo a possibilidade de comprometer a criação de valor para as empresas (Jensen & Meckling, 1976).

De acordo com Jensen e Meckling (1976), os custos de agência acontecem em qualquer cenário que abranja esforço cooperativo por dois ou mais indivíduos, mesmo que não exista uma relação nítida entre o principal e o agente. De acordo com os mesmos autores, a definição de custos de agência e sua importância para a teoria da empresa, suporta uma estreita relação com o problema de fuga e monitorização da produção da equipa, que Alchian e Demsetz (1972) levantam no seu artigo sobre a Teoria da Empresa.

Jensen e Meckling (1976) defendem que a estrutura de capital ótima é atingida quando se alcança um equilíbrio entre a redução dos custos de falência e o montante de endividamento, pois o endividamento não só proporciona ganhos fiscais, como também reduz o conflito de interesses entre acionistas e gestores, uma vez que os fluxos gerados pela atividade operacional terão de liquidar juros e amortização de dívida, o que faz com que fiquem menos recursos livres para uma hipotética possibilidade de usufruto a título pessoal pelos gestores destes mesmos recursos.

Os custos de agência surgem porque há a possibilidade de um CEO poderoso atuar de modo oportunista e tirar proveito dos ganhos pessoais de investimentos desnecessários destruidores de valor quando uma empresa tem dinheiro em excesso (Aktas *et al.*, 2019).

Ao basearem-se na afirmação dos autores Jensen e Meckling (1976) de que o relacionamento entre os acionistas e os gestores de uma organização se insere na definição de um relacionamento de agência puro, Lund e Pollman (2022) defendem a ideia de que a separação de interesses entre os acionistas e os gestores da organização converteram-se em “custos de agência” a serem reduzidos.

2.6. Mecanismos de *Corporate Governance*

Os mecanismos de *Corporate Governance* são classificados em dois tipos: internos e externos. De seguida são abordados os mecanismos internos e externos de *Corporate Governance*, com especial incidência nos seguintes mecanismos internos: Conselho de Administração e Comissão de Auditoria, que são fundamentos teóricos desta investigação.

Os mecanismos de *Corporate Governance* são necessários para a contribuição de um alinhamento perfeito de interesses entre acionistas e gestores, e também uma eficiente afetação e utilização de recursos (Gomes, 2010).

Há a possibilidade de os mecanismos internos e externos de *Corporate Governance* não conseguirem interditar práticas antiéticas por parte das Administrações das empresas, no entanto, estes mecanismos podem servir como recurso de identificação e relato dessas mesmas práticas, de forma a que estas não provoquem males às empresas (Dibra, 2016).

Existem mecanismos internos e externos de *Corporate Governance* que têm impacto no desempenho das empresas, proporcionando consequentemente um crescimento das suas vendas. As empresas ficam interessadas em aplicar boas práticas de *Corporate Governance*, visto que estas podem auxiliar no aumento do seu grau de independência e diversidade, e na obtenção de meios para investimentos que podem ser necessários para as empresas terem um bom funcionamento (Rente, 2018).

Desender *et al.* (2020) constata que os mecanismos de *Corporate Governance* são usados para a mitigação dos problemas de agência (resultantes da divergência entre propriedade e controlo), que abrangem preocupações inerentes ao facto da *Corporate Social Responsibility* (CSR) ser empregue para orientar os interesses dos gestores (ou *stakeholders*) em detrimento do valor do acionista.

Ahmed *et al.* (2020) mostram que os mecanismos de *Corporate Governance* têm um papel de grande relevância no desempenho das empresas, e que a implementação apropriada dos mecanismos de *Corporate Governance* melhora o desempenho financeiro das mesmas. Assim, esse melhor desempenho impactará positivamente a economia do país a longo prazo.

2.6.1. Mecanismos Externos

Os mecanismos externos, impostos através de legislação, servem para regular um dado mercado com o intuito de garantir que as empresas adotem critérios de integridade, transparência e responsabilidade (Babatunde & Olaniran, 2009).

Os mecanismos externos são ainda definidos como práticas de *Corporate Governance* que são acompanhadas e controladas por corporações exteriores, como por exemplo o Estado e instituições financeiras, com a finalidade de ser transmitida segurança aos investidores, e de serem defendidos os interesses dos próprios mercados (Zattoni & Judge, 2012).

Para Babatunde e Olaniran (2009) foram considerados os seguintes mecanismos externos: (i) *legal systems*; (ii) *accounting and auditing standards*; (iii) *labour rules*; e (iv) *listing requirements*, sendo estes explicados de seguida:

- *Legal systems* é um mecanismo que faz parte da estrutura de incentivo externo, e serve para salvaguardar que as empresas concorrentes cumpram modelos comuns de justiça,

transparência e responsabilidade com o intuito de proteger acionistas, consumidores, trabalhadores, ambiente e concorrentes de práticas abusivas;

- O mecanismo *accounting and auditing standards* consiste nas normas de contabilidade e auditoria, desenvolvidas por organismos nacionais e internacionais, que visam proteger os *stakeholders*, e que servem de base para a vistoria da qualidade da informação financeira por parte da Comissão de Auditoria (mecanismo interno);

- Já o mecanismo *labour rules*, remete para as regras que existem no âmbito do trabalho, constituindo a legislação que auxilia também na proteção das partes interessadas;

- Por último, o mecanismo *listing requirements* traduz-se num conjunto de condições legais para determinada empresa poder ser cotada, o que incrementa a regulamentação nesta área e permite um controlo mais efetivo, aumentando a proteção dos *stakeholders*.

2.6.2. Mecanismos Internos

De acordo com Babatunde e Olaniran (2009), os mecanismos internos têm a finalidade de controlar, monitorizar e tornar equilibrados os poderes dos gestores, diretores, *shareholders* e *stakeholders*, sendo essenciais para conservar uma estrutura eficiente. No entanto, estes mecanismos são insuficientes, o que causa a necessidade de existirem mecanismos externos que através da coação às empresas, num certo mercado, garantem os modelos admissíveis de boas práticas de *Corporate Governance*.

O principal mecanismo interno de *Corporate Governance* é um Conselho de Administração independente, que consiste na ligação entre a administração e os proprietários, outras partes interessadas e o mundo exterior (Babatunde & Olaniran, 2009).

Zattoni e Judge (2012) referem que os mecanismos internos operam de forma direta no controlo e monitorização da empresa, de modo a precaver, e também solucionar comportamentos de agência entre *insiders* e *outsiders* (agentes como investidores e credores, que não possuem participação ativa na sociedade, mas que têm interesses de natureza económica e financeira). Para estes autores há cinco tipos de mecanismos internos: (i) *board composition*; (ii) *CEO duality*; (iii) *executive compensation*; (iv) *shareholder dispersion*; e (v) *dominant shareholder type*, sendo os mesmos explicados de seguida:

- O mecanismo *board composition* surge da Teoria da Agência, e tem como pressuposto que ao constituir um Conselho de Administração suficientemente independente da alta administração, o Conselho monitorizará a gestão de forma apropriada e salvaguardará os interesses dos acionistas e/ou da sociedade. Este mecanismo visa essencialmente garantir que

o Conselho de Administração seja formado majoritariamente por diretores externos ou não executivos;

- O mecanismo *CEO duality* consiste no dever de separação das funções de CEO e do Presidente do Conselho de Administração. Quando estão separados, o Conselho de Administração opera com uma estrutura de liderança “dual”, e quando as funções são desempenhadas pela mesma pessoa, o Conselho opera com uma estrutura "unitária";

- Já o mecanismo *executive compensation*, reflete as diferenças nas idades de pagamento de gestores em países anglo-saxões, comparativamente a outras nações. No Reino Unido e nos EUA, a remuneração envolve uma diversidade de componentes, e o pagamento variável de longo prazo e de classificação tem mais força do que em outros locais. Porém, nos outros países, salários fixos foram sempre o principal constituinte dos esquemas de remuneração dos gestores de alto-escalão. Com o passar do tempo, o pagamento variável de curto prazo tornou-se mais considerável e o impacto dos benefícios adicionais teve um aumento gradual;

- Relativamente ao mecanismo *shareholder dispersion*, este é um mecanismo chave de *Corporate Governance* uma vez que os acionistas minoritários têm pouco incentivo para monitorizar a administração, ao contrário de um acionista que ao deter uma parcela significativa do capital social, tem um incentivo para monitorizar os gestores e a possibilidade de tomar decisões em situação de desempenho inferior. Através deste mecanismo, os acionistas majoritários podem efetivamente eleger os seus próprios representantes no Conselho de Administração e votar nas assembleias anuais de forma a terem impacto na decisão final. Como os acionistas influenciam a tomada de decisões corporativas essencialmente através dos seus votos, eles podem disciplinar os altos executivos mais facilmente em países com mais direitos de investidores;

- Por fim, o mecanismo *dominant shareholder type* difere significativamente entre os ambientes de *governance*. Em alguns países, usualmente os anglo-saxões, a estrutura acionista é bastante dispersa e geralmente não há acionistas dominantes. Nesses países, a participação acionista é normalmente dividida entre diversos proprietários, contudo, mais recentemente aumentou a incidência de investidores institucionais a tornarem-se grandes *blockholders* (proprietários de um grande bloco de ações e/ou títulos de uma empresa) de empresas cotadas em bolsa.

Para Iglesias *et al.* (2022) os mecanismos de *Corporate Governance* podem ser recursos com eficácia para expandir a sensibilidade da remuneração da gerência em relação à *performance* da empresa.

2.6.2.1. Conselho de Administração

Fama (1990) atribui duas funções principais ao Conselho de Administração: por um lado as decisões de investimento a longo prazo, e por outro lado o controlo do desempenho dos principais gestores. O autor dá a sugestão de que a inclusão de administradores externos (os que não executam funções de gestão dentro da empresa) nos Conselhos de Administração auxiliam a melhorar a sua independência e consequentemente a qualidade do controlo.

De acordo com Denis e McConnell (2003) o Conselho de Administração existe essencialmente para contratar, demitir, monitorizar e remunerar a administração, com a finalidade de maximizar o valor para os acionistas. Os mesmos autores referem que o Conselho de Administração é um mecanismo de *Corporate Governance* com eficácia na teoria, mas com o seu valor menos nítido na prática. Ainda reconhecem que as características de interesse da composição do Conselho de Administração incluem o tamanho e a estrutura do mesmo, nomeadamente o número de administradores que compõem o Conselho, a fração desses administradores que são externos e se os cargos de CEO e presidente são ocupados pela mesma pessoa.

O Conselho de Administração tem como responsabilidades: determinar a estratégia e estabelecer as políticas gerais da sociedade, definir a estrutura empresarial do grupo, e tomar decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais (CMVM, 2013).

Segundo Iqbal *et al.* (2015, p. 58), “instituições financeiras com mecanismos de *Corporate Governance* e Conselhos de Administração mais fortes e focados nos acionistas estão associados a níveis mais altos de risco sistémico”.

Carvalho (2022) faz notar que o Conselho de Administração tem como tarefas a emissão de recomendações acerca da apreciação da evolução de gestão e a garantia da existência de condições para os diferentes responsáveis das funções de controlo (risco, auditoria e *compliance*).

De acordo com Lund e Pollman (2022) as bolsas de valores representam uma fonte de *Corporate Governance*, e isso pode ser retratado através do exemplo da *New York Stock Exchange* (NYSE), Bolsa de Valores de Nova Iorque, que é a maior bolsa de valores do mundo. A NYSE concebe muitas normas pormenorizadas de *Corporate Governance*, que são impostas a todas as empresas listadas nesta bolsa, influenciando-as e dando primazia aos acionistas das mesmas, pois está referido no guia de *Corporate Governance* da NYSE que “as empresas precisam de políticas de *Corporate Governance* que coloquem os interesses dos seus acionistas em primeiro lugar”. Como tal, a bolsa de valores tem a exigência de que os Conselhos de

Administração tenham uma maioria de membros independentes e comités-chave ocupados exclusivamente por esses membros independentes.

2.6.2.2. Comissão de Auditoria

Boyd (1996) no relatório de *Cadbury* refere que a nomeação de Comissões de Auditoria constituídas na sua maioria por diretores não executivos independentes, é aconselhada às empresas.

De forma a evitar a influência imprópria dos administradores executivos sobre a informação financeira, a Comissão de Auditoria tem as funções de seguir o processo dessa mesma informação, de vistoriar a eficácia dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e a própria auditoria interna, monitorizar os aspetos substanciais da revisão legal de contas e controlar a independência do Revisor Oficial de Contas ou da Sociedade de Auditoria, cuja seleção deve ter como base uma recomendação da Comissão (Silva *et al.*, 2006).

A Comissão de Auditoria é um mecanismo de *Corporate Governance* que através da averiguação da qualidade da informação financeira disponibilizada pelos administradores, da garantia de que os gestores agem segundo os interesses dos acionistas, e outras medidas que passam por responsabilizar e monitorizar a eficácia dos controlos internos e da gestão do risco, tem como finalidade mitigar a assimetria de informação que existe entre os diretores executivos e utilizadores externos às empresas, conferindo assim credibilidade à informação financeira publicada pelas mesmas (Rodrigues, 2009).

Para Gomes (2010) a Comissão de Auditoria é responsável pela divulgação dos riscos de negócio relevantes e identificação das estratégias adotadas para os gerir, com o intuito de monitorizar a eficácia dos controlos internos e da gestão do risco. De forma a tornar transparente a informação financeira, os auditores necessitam de perceber e apreciar a adaptação das respostas desta Comissão às condições do mercado, que eventualmente poderão suscitar novos e crescentes riscos.

Conforme o modelo e o critério legal aplicáveis, o presidente da Comissão de Auditoria, assim como o presidente do Conselho Fiscal ou da Comissão para as Matérias Financeiras, deve ser independente, e dispor das competências apropriadas ao exercício das respetivas incumbências (CMVM, 2013).

Chauhan e Dey (2017) reconhecem que a Comissão de Auditoria usualmente recomenda auditores independentes e está responsabilizada por revisar o desígnio da auditoria apresentada e dos relatórios de auditoria interna. É verosímil que os membros que constituem esta Comissão, tenham mais propensão a induzir a decisões estratégicas.

Lund e Pollman (2022) referem que com a adoção da Lei SOX de 2002, foi exigido à *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC), Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos, a permissão da listagem de valores mobiliários pelas bolsas de valores dos EUA apenas por empresas que disponham de uma Comissão de Auditoria constituída exclusivamente por membros independentes.

2.7. Relação entre *Corporate Governance* e o Desempenho Bolsista

A literatura acerca da relação entre *Corporate Governance* e o desempenho da empresa é longa. Porém, os resultados são inconclusivos uma vez que uma corrente de literatura conclui que a *Corporate Governance* tem uma relação positiva com o desempenho da empresa, enquanto outros estudos não revelam esse resultado. A literatura expõe que uma correlação positiva tem como base a teoria de que um Conselho de Administração eficiente pode atenuar significativamente os custos de agência (Mashayekhi & Bazaz, 2008).

Khatab *et al.* (2011) concluem que as empresas com boas práticas de *Corporate Governance* têm um bom desempenho comparativamente com as empresas que não têm essas medidas ou têm menos práticas de *Corporate Governance*.

A adoção de boas práticas de *Corporate Governance* aumenta a transparência dos procedimentos da empresa, assegura a prestação de contas, melhora a lucratividade da mesma e ainda auxilia na proteção dos interesses dos acionistas, alinhando os seus interesses com os dos administradores (Tornyeva & Wereko, 2012).

Yusoff e Alhaji (2012) referem que um dos motivos para o elevado desempenho das empresas que atuam num ambiente muito instável é a adoção de uma boa *Corporate Governance*. Por isso, os resultados do estudo destes autores exibem que os investidores consideram as boas práticas de *Corporate Governance* nas suas decisões de investimento, o que mostra como uma boa *Corporate Governance* é importante no impacto do desempenho de uma empresa.

A *Corporate Governance* desempenha um papel significativo na melhoria do desempenho da empresa e no fornecimento de informações críticas para investigadores, acionistas, gestores e investidores (Elvin & Hamid, 2016).

A *Corporate Governance* melhora o desempenho da empresa, e concretamente o desempenho do mercado. Este efeito tem maior visibilidade em empresas cujos proprietários fundadores possuem uma propriedade maior das mesmas. Uma boa *Corporate Governance* resulta num número inferior de negociações próprias (através de transações com partes relacionadas) uma vez que incrementa o custo dessas negociações próprias para os proprietários

fundadores. A extensão reduzida de autonegociação provoca um melhor desempenho da empresa, e esta verificação é interpretada como um benefício das boas práticas da *Corporate Governance* (Chauhan *et al.*, 2016).

Gómez *et al.* (2017) defendem que a implementação de práticas de *Corporate Governance* não é um fator singular na determinação do desempenho bolsista das empresas, pois existem outros fatores que contribuem para a lucratividade das empresas, como o tamanho das mesmas, o crescimento das vendas, o setor produtivo, entre outros.

Detthamrong *et al.* (2017) obtiveram resultados mistos, no entanto referem que muitos reguladores a nível mundial acreditam firmemente que uma *Corporate Governance* forte atenua a probabilidade da empresa cometer riscos excessivos (como por exemplo a super alavancagem) e também melhora o desempenho da empresa. A *Corporate Governance* está relacionada de forma positiva com o desempenho da empresa (Abdallah & Ismail, 2017).

No cômputo geral, o sistema de *Corporate Governance* é um mecanismo que regula o funcionamento e as atividades de uma empresa, particularmente na gestão. Uma fraca *Corporate Governance* pode provocar uma grave crise financeira e afetar outros países. A *Corporate Governance* tem importância para uma empresa no seu país, visto que é capaz de impactar o vasto âmbito económico e financeiro do mesmo (Jakpar *et al.*, 2019).

Uma boa *Corporate Governance* melhora de forma significativa o desempenho financeiro de uma empresa (Hermuningsih *et al.*, 2020).

2.7.1. Relação entre o Tamanho do Conselho de Administração e o Desempenho Bolsista

O desempenho de uma empresa muda consoante a dimensão do Conselho de Administração da mesma, independentemente da existência de problemas de agência no interior de grandes Conselhos (Cheng, 2008).

Arosa *et al.* (2013) obtiveram resultados como a proporção de membros externos do Conselho e do tamanho do mesmo terem um impacto negativo no desempenho da empresa. Apesar da maior competência de acompanhamento, aconselhamento e *networking* que os diretores externos possuem, as empresas da amostra em estudo exibiram uma forte presença de diretores internos, característica que pode estar relacionada com o maior conhecimento que estes dispõem da empresa, que resulta num efeito positivo nas decisões de planeamento estratégico, e se traduz numa maior confiabilidade dos diretores internos nas Pequenas e Médias Empresas (PME). O impacto negativo do tamanho do Conselho de Administração mostra que as desvantagens de uma coordenação, flexibilidade e comunicação piores no interior dos grandes Conselhos parecem ter mais importância do que os benefícios de um melhor controlo

de gestão pelo Conselho de Administração. As conclusões dos autores contradizem a convicção generalizada de que os Conselhos menores, independentes e proativos, assim como uma separação das figuras do presidente do Conselho e do CEO, são sempre mais eficazes.

O tamanho do Conselho de Administração da empresa impacta positivamente o desempenho da mesma no setor de comércio e serviços da Malásia. Quanto maior for a dimensão do Conselho de Administração, maior será o desempenho da empresa, particularmente no período pós-crise (Zakaria *et al.*, 2014). A integração de mais membros do Conselho de Administração deve repercutir-se numa melhoria dos papéis de supervisão e aconselhamento, governabilidade e aumento do desempenho financeiro das empresas. No entanto, existe um limite para além do qual as adversidades de coordenação, controlo e tomada de decisão excedem os benefícios (Gómez *et al.*, 2017).

A cultura é um elemento importante que pode alterar a relação entre tamanho do Conselho de Administração, independência do Conselho de Administração e o desempenho da empresa, particularmente em países menos desenvolvidos (Alshetwi, 2017).

Saha *et al.* (2018) defendem que o tamanho do Conselho de Administração tem uma relação negativa com o desempenho da empresa, o que sugere que quanto maior é o tamanho do Conselho, menor é o desempenho da empresa uma vez que entidades com Conselhos maiores podem enfrentar mecanismos de controlo menos eficazes em consequência de uma comunicação mais fraca e de uma indecisão de grupos maiores. Por sua vez, Zhou *et al.* (2018) defendem que empresas com um grande Conselho de Administração têm melhor desempenho, enquanto as que têm mais membros independentes nos seus Conselhos têm um desempenho fraco. Estas descobertas suportam a Teoria da Dependência de Recursos, uma vez que os membros independentes do Conselho de Administração são *outsiders* que necessitam de conhecimento específico acerca das atividades operacionais das empresas onde exercem as suas funções.

Qadorah e Fadzil (2018) constataram que existe uma relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração e o desempenho financeiro das empresas, pois há uma relação positiva entre o tamanho do Conselho e o *Return on Assets* (ROA). Desta forma, quanto maior é a dimensão do Conselho, melhor desempenho a empresa terá, pois este fator da dimensão maior, fornece uma monitorização extra do Conselho e subsequentemente a possibilidade de uma execução eficaz e eficiente das funções dos membros corporativos de forma a aumentar o valor dos acionistas. Por isso, um tamanho maior do Conselho pode incrementar o número de estratégias de solução em potencial, ampliar a gama de perspetivas, oferecer um elevado nível de especialização, providenciar *networking* de qualidade e ter mais capacidade de monitorizar

o desempenho da alta administração. Foi concluído por estes autores que um tamanho grande do Conselho de Administração melhora o desempenho financeiro das empresas.

Ciftci *et al.* (2019) mostram no seu estudo científico uma relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração e o desempenho da empresa. Freihat *et al.* (2019) evidenciam também que o tamanho do Conselho de Administração tem um impacto positivo no desempenho das empresas. As empresas têm preferência que os membros dos Conselhos de Administração de pequena dimensão sejam mais coerentes e que possuam boa comunicação, uma vez que isso pode resultar numa monitorização eficiente da gestão por parte dos mesmos.

Alqatan *et al.* (2019) verificaram que há estudos que concluem uma relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração e o desempenho da empresa, e que nesse caso um grande Conselho é mais experiente e tem mais ideias, o que enriquece a qualidade da tomada de decisões e investimentos efetivos, e que há outros estudos que concluem o oposto, ou seja, que existe uma relação negativa entre o tamanho do Conselho e o desempenho da empresa, sustentando a ideia de que um grande Conselho de Administração pode levar a um aumento da ineficácia da comunicação entre os membros do Conselho e também a um maior risco de desacordo entre os mesmos, o que é capaz de tornar a decisão do Conselho menos eficaz.

Jwailles (2021) defende que o tamanho do Conselho de Administração tem um impacto negativo no desempenho das empresas. Yan *et al.* (2021) suportam esta ideia pois obtiveram resultados que demonstraram que a dimensão do Conselho de Administração tem uma correlação negativa com o desempenho da empresa. Um Conselho menor pode, de certa forma, ser mais eficiente no processo de tomada de decisões, o que leva a uma melhoria do desempenho financeiro da empresa.

Kanakriyah (2021) mostra que o número de membros do Conselho de Administração tem um impacto positivo no desempenho das empresas, pois isto permite a existência de mais *skills* e experiência entre os membros do Conselho, o que insinua que Conselhos de pequena dimensão possam ter um impacto negativo no desempenho das empresas.

O número de membros do Conselho de Administração impacta diretamente o desempenho da empresa, pois um acréscimo do número de membros do Conselho, aumentará a probabilidade de melhor desempenho (Gan & Erikson, 2022).

O tamanho do Conselho de Administração tem uma relação negativa com o ROA e com o *Return on Equity* (ROE), portanto as empresas com menores dimensões do seu Conselho de Administração têm bom desempenho. As empresas com um menor número de membros do Conselho têm um bom desempenho uma vez que os grandes Conselhos têm problemas de comunicação e coordenação com frequência, e também mais custos inerentes a estes. Há a

necessidade da empresa determinar o tamanho ideal do Conselho de Administração para melhorar o desempenho da mesma (Qureshi *et al.*, 2022).

2.7.2. Relação entre a Independência do Conselho de Administração e o Desempenho Bolsista

Segundo a CMVM (2013), entre os administradores não executivos deve haver uma proporção apropriada de independentes, atendendo ao modelo de *Corporate Governance* adotado, à dimensão da entidade, à sua estrutura acionista e ao respetivo *free float* (ações em livre negociação no mercado).

Al-Najjar (2014), através dos indicadores ROA e ROE, defende que o tamanho do Conselho de Administração, assim como a independência dos seus membros, têm um impacto positivo no desempenho financeiro da empresa. Através do seu estudo, o autor reconhece que o papel dos membros independentes é importante para a melhoria do desempenho da empresa e também que as condições económicas e setoriais são determinantes chave para o desempenho da mesma.

Liu *et al.* (2015) descobrem no seu estudo, que decorre na China, que a independência do Conselho de Administração está positivamente relacionada com o desempenho das empresas, e que esta relação pode ser explicada, pelo menos em parte, pela capacidade dos membros independentes do Conselho de Administração impedirem negociações internas e melhorarem a eficiência do investimento nas empresas.

A independência do Conselho de Administração, avaliada pela sobreposição de Comissões de membros independentes e pelo bloqueio do Conselho, está associada a um melhor desempenho das empresas (Rutledge *et al.*, 2016).

Em empresas colombianas, num determinado período, não foi encontrada uma relação entre a independência do Conselho de Administração e o desempenho bolsista das empresas. Uma possível explicação para tal resultado é o facto de alguns membros serem classificados como independentes e não serem realmente independentes da administração, por estarem comprometidos com as empresas ou com os seus atuais CEOs de forma muito subtil (Gómez *et al.*, 2017).

Uribe-Bohorquez *et al.* (2018) referem que há resultados de pesquisas que mostram uma relação positiva entre a independência do Conselho de Administração e o desempenho da empresa, e outros que exibem uma relação negativa ou mesmo inexistente entre estes dois fatores. Estes resultados são usualmente obtidos em determinados contextos, com

características legais e culturais particulares, que não são necessariamente generalizáveis a todos os países.

Na Grécia, as empresas com Conselhos de Administração com dimensões inferiores e com maior número de membros independentes, têm maior probabilidade de instituir Comissões de Auditoria. O facto da independência dos membros do Conselho de Administração estar negativamente relacionada com o desempenho da empresa, sugere que a dependência de recursos/função consultiva dos Conselhos nas economias emergentes tem mais importância do que o seu papel de supervisão. No entanto, a relação entre a independência do Conselho de Administração e o desempenho da empresa depende das características económicas e institucionais em que as empresas atuam (Zhou *et al.*, 2018).

O Conselho de Administração usualmente é constituído por membros dependentes e independentes. Os membros dependentes têm responsabilidade direta pela gestão do negócio, enquanto os membros independentes retratam essencialmente os interesses dos acionistas minoritários pois estes não estão diretamente envolvidos nas operações da empresa, sendo a direção dos membros independentes a sua única ligação com a mesma. A independência do Conselho é medida pela percentagem de membros independentes no Conselho em relação ao número total de membros do Conselho (Azeez *et al.*, 2019).

Ciftci *et al.* (2019), através de resultados empíricos, mostram que o desempenho financeiro da empresa aumenta com a independência do Conselho de Administração, tal como Ahmed *et al.* (2020) e Jwailles (2021), que concluem que a independência do Conselho de Administração tem um impacto positivo no desempenho das empresas. A independência dos membros do Conselho de Administração impacta positivamente o desempenho das empresas, e isso traduz-se no enriquecimento do Conselho com novas habilidades e conhecimentos que podem não estar à disposição da empresa e que são fundamentais para o desempenho das suas funções, bem como para garantir a expressão de pontos de vista e opiniões objetivas e independentes (Kanakriyah, 2021).

Há requisitos de *Corporate Governance* favoráveis aos acionistas, impostos pela SOX, como requisitos de independência mais severos para determinados comités do Conselho (Lund & Pollman, 2022).

A independência do Conselho de Administração tem um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas, o que implica que um maior número de membros não executivos no Conselho leve a um enfraquecimento do desempenho das empresas, enquanto as empresas com menor número de diretores não executivos no Conselho têm um melhor desempenho (Qureshi *et al.*, 2022).

2.7.3. Relação entre o Número de Membros Executivos do Conselho de Administração e o Desempenho Bolsista

Cabrera-Suárez e Martín-Santana (2015) reconhecem que uma maior proporção de diretores executivos impacta negativamente o desempenho das empresas. Um Conselho com elevada presença de executivos ocasiona pouco espaço para perspectivas alternativas da equipa de gestão.

Ghasemi e Razak (2016) demonstram que o mercado na Malásia parece ter preferência por Conselhos de grande dimensão, com mais executivos. Esse impacto positivo pode dever-se ao facto de os Conselhos maiores do país em análise providenciarem um maior número de informações coletivas e mais conexões comerciais. Os autores referem que a difusão dos especialistas também pode aprimorar o processo de tomada de decisão, porém, o código da Malásia sobre *Corporate Governance* suscita as empresas a admitir mais membros independentes no Conselho de Administração. No entanto, os resultados manifestam que o número de executivos tem um impacto positivo nos ganhos por ação (uma das medidas usadas para avaliar o desempenho das empresas). Esse impacto positivo mostra que, uma vez que os executivos têm conhecimento sobre a operação da empresa e usualmente também são experientes o suficiente nos negócios da mesma, estes podem conceder informações em primeira mão e dentro do prazo a outros membros do Conselho.

As empresas com uma maior proporção de administradores não executivos têm um desempenho inferior ao das empresas com uma proporção menor de administradores não executivos. Isto acontece devido ao facto de, no ambiente empresarial em estudo, os membros não executivos do Conselho carecerem de efetiva independência em relação à administração e estes representarem uma carga de custo adicional que suplanta quaisquer benefícios provenientes deles (Alshetwi, 2017).

2.7.4. Relação entre a Dualidade CEO e o Desempenho Bolsista

Cadbury (1992, p. 99) no Relatório Cadbury refere que “a diferença entre a autoridade do presidente do Conselho de Administração e a do presidente da Comissão Executiva é que o presidente do Conselho de Administração tem a autoridade do Conselho de Administração enquanto o presidente da Comissão Executiva tem a autoridade que lhe é delegada pelo Conselho de Administração. O presidente do Conselho de Administração exerce a sua autoridade em nome do Conselho; o presidente da Comissão Executiva tem autoridade pessoal em consonância com os termos da sua nomeação.”

Amaral-Baptista *et al.* (2011) constatarem que a dualidade do CEO conduz a um desempenho melhor através de uma direção e execução estratégica mais adequadas. Os CEOs com funções duplas, de restaurantes, têm mais soberania e liberdade para tomar bastantes decisões fulcrais de curto prazo, e por isso, para impactarem mais positivamente o desempenho da empresa em restaurantes de serviço completo do que em restaurantes de serviço rápido. Isto sugere que diferentes níveis de complexidade das operações dos dois tipos de restaurantes exercem um papel de impacto no desempenho da empresa em relação à dualidade do CEO (Guillet *et al.*, 2013).

Yang e Zhao (2014) referem que a dualidade da liderança tem benefícios para o desempenho da empresa quando a concorrência se intensifica. Quando as empresas têm elevados níveis de custos de informação e uma melhor *Corporate Governance*, o impacto positivo da liderança dupla é mais significativo.

Rutledge *et al.* (2016) mostram que a dualidade do CEO está associada a um desempenho inferior da empresa. A dualidade do CEO tem um impacto negativo no desempenho operacional da empresa quando a proporção de membros independentes do Conselho de Administração é pequena. À medida que esta proporção aumenta, esse impacto negativo é atenuado a ponto de eventualmente desaparecer e se tornar positivo à medida que a proporção dos membros independentes do Conselho de Administração expande ainda mais (Duru *et al.*, 2016).

Ahmadi *et al.* (2018) referem que na revisão da literatura sobre *Corporate Governance* há duas perspetivas diferentes sobre a dualidade do CEO: Enquanto a Teoria da Agência defende que a separação dos dois papéis é um determinante considerável para a independência e eficácia de um Conselho, a Teoria da Administração reconhece que as empresas que possuem uma estrutura de liderança unificada, isto é, sem existência de dualidade do CEO, atuam de forma mais eficiente através de uma melhor coordenação e comando nítido, lidando assim de modo mais eficaz com os desafios estratégicos.

Ciftci *et al.* (2019) mostram que o desempenho financeiro da empresa aumenta com a estrutura de liderança dual, isto é, com a presença da dualidade do CEO na empresa. Freihat *et al.* (2019) reforçam esta ideia uma vez que os seus resultados mostram que a dualidade do CEO tem uma relação positiva com o desempenho bolsista da empresa, e que no ambiente do estudo a combinação das figuras de presidente do Conselho de Administração e de CEO é presumivelmente proveitosa para as empresas, onde toda a chefia converge numa única figura de autoridade.

A dualidade do CEO tem um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas, uma vez que a concentração de poder no mesmo indivíduo dá uma limitação do controlo pelos diretores do Conselho de Administração, investidores e outros *stakeholders* (Romano *et al.*, 2020).

Hsu *et al.* (2021) revelam como descoberta que a dualidade de liderança tem um impacto material no desempenho da empresa, mas que a direção do mesmo depende de quão dispendioso é para os acionistas externos se informarem acerca da empresa. Consistente com esta hipótese, os autores descobriram que a dualidade de liderança está associada a um desempenho da empresa substancialmente melhor quando os custos de aquisição de informações dos acionistas externos (custos de informações) são baixos, e a mesma está associada a um desempenho da empresa consideravelmente pior quando os custos de aquisição de informações dos acionistas externos são altos. Além do mais, os motivos mais fortes da eficácia da dualidade do CEO parecem ser as previsões dos analistas, a dimensão da empresa, a idade da empresa, a propriedade institucional, a intangibilidade dos ativos, e a volatilidade das ações, todos estes representando o custo da informação.

Jwailles (2021) defende que a dualidade do CEO tem um impacto positivo no desempenho das empresas. Há uma relação positiva entre a dualidade do CEO e o desempenho da empresa, e isto pode dever-se ao facto de a combinação dos cargos presidente e CEO num único indivíduo, maximizar o sentido de responsabilidade para com a empresa e levar a um maior interesse e vontade de colocar o desempenho da empresa ao mais alto nível (Kanakriyah, 2021).

O presidente da Comissão Executiva tem a incumbência da liderança do negócio da empresa, enquanto o presidente do Conselho de Administração tem como dever a coordenação do Conselho de Administração. Os dois cargos não devem, por isso, ser combinados e exercidos por uma só pessoa, visto que este cenário daria poder excessivo à pessoa (Carvalho, 2022).

Gan e Erikson (2022) defendem que a dualidade do CEO traz benefícios na fase inicial do desenvolvimento de uma nova empresa – período em que a incerteza habitualmente é muito elevada. O CEO, normalmente, é o maior acionista nas empresas empreendedoras, caso em que o CEO também é presidente. A sua dupla função pode facilitá-lo a que ele tenha a possibilidade de agir com força no governo e no controlo do Conselho para salvaguardar que o empreendimento seja bem-sucedido. Os autores descobriram ainda que a estrutura de liderança do Conselho duplo é ideal no contexto de Conselhos com menos membros, enquanto uma estrutura de liderança separada do Conselho tem mais benefícios quando o número de membros do Conselho aumenta, o que significa que o desempenho de novos empreendimentos é mais

alto com a dualidade do CEO quando o número de membros do Conselho é baixo, e que quando este número aumenta, uma estrutura de liderança separada é mais profícua.

Ali *et al.* (2022) referem que a dualidade do CEO torna o mesmo mais poderoso, oportunista e focado em cuidar dos seus interesses pessoais e não dos interesses da empresa, e também que as características pessoais do CEO moderam a relação entre a dualidade do CEO e o desempenho financeiro da empresa. Relativamente à idade do CEO, foi constatado pelos autores que os CEOs mais velhos são vistos como mais tradicionais, evitando assim a exposição a riscos desnecessários nas decisões financeiras. A dualidade do CEO tem uma relação negativa com o ROA e o ROE, ou seja, o CEO com funções duplas tem um impacto negativo no desempenho das empresas. Por isso, sugere-se que duas pessoas distintas executem as funções de CEO e de presidente do Conselho de Administração (Qureshi *et al.*, 2022).

A dualidade do CEO está positivamente relacionada com os lucros da empresa na presença de custos de informação. As empresas com alta assimetria económica que têm dualidade do CEO, respondem rapidamente durante períodos de crise. A dualidade do CEO é valiosa, particularmente durante as crises, quando a incerteza é maior. Quanto maior é a capacidade de um CEO para desenvolver e executar a estratégia da empresa, mais valioso ele se torna quando a tomada rápida de decisões é fundamental para a mesma sobreviver. As empresas com CEOs com uma conexão mais forte com o Conselho de Administração, parecem ter tido mais eficácia na gestão do surto de coronavírus, mesmo depois de existir controlo a outras medidas de *Corporate Governance*. As empresas com dualidade do CEO superaram os seus concorrentes durante o primeiro ano da pandemia COVID-19 (Hassan *et al.* 2023).

2.7.5. Relação entre a Comissão de Auditoria e o Desempenho Bolsista

A manipulação de resultados ocorre com menos frequência em empresas cujos Conselhos têm diretores externos mais independentes e diretores com experiência empresarial. A composição da Comissão de Auditoria, e em menor grau da Comissão Executiva, está relacionada com o nível de manipulação de resultados, e por isso pode permitir que uma Comissão execute melhor as funções de supervisão. A proporção de membros da Comissão de Auditoria com experiência em bancas corporativas ou de investimento, está negativamente associada ao nível de manipulação de resultados. Existe uma associação entre níveis mais baixos de manipulação de resultados e a periodicidade de reuniões dos Conselhos e Comissões de Auditoria. Desta forma, a atividade do Conselho e da Comissão de Auditoria impacta a capacidade dos membros agirem com eficácia como monitores. Um Conselho e uma Comissão de Auditoria ativos e orientados financeiramente podem impactar a manipulação de resultados,

no entanto o nível do mesmo pode ter um impacto na seleção subsequente dos membros do Conselho e da Comissão de Auditoria (Xie *et al.*, 2003).

Al-Matari *et al.* (2014) encontram nos seus resultados uma associação direta e insignificante entre as características da Comissão de Auditoria e o ROA, e ainda foi descoberto pelos autores um efeito moderador insignificante dos membros estrangeiros sobre esta mesma relação.

Arslan *et al.* (2014) concluem que existe uma relação positiva entre o ROE e a Comissão de Auditoria, tendo a mesma também uma forte relação positiva com a margem de lucro. Al-Matari *et al.* (2014) obtiveram resultados semelhantes pois detetaram que a dimensão da Comissão de Auditoria, a independência da Comissão de Auditoria e a dimensão da Comissão Executiva têm uma relação positiva com o desempenho da empresa. Além disso, o impacto da reunião entre a Comissão de Auditoria, a independência da mesma, e a Comissão Executiva, é negativo no desempenho da empresa.

A Comissão de Auditoria tem um impacto positivo no desempenho da empresa, e uma Comissão de Auditoria com maior número de membros não executivos leva também a um melhor desempenho da empresa, pois nessa situação existe uma melhor verificação e equilíbrio das atividades da empresa (Ali & Nasir, 2015).

Nawafly e Alarussi (2016) mostram nos seus resultados que a independência da Comissão de Auditoria, o tamanho e a experiência financeira da mesma, têm um impacto positivo no desempenho das empresas.

Zhou *et al.* (2018) reconhecem que empresas com procedimentos complexos e com um histórico mais longo tendem a possuir Comissões de Auditoria menores e mais independentes. Porém, os autores encontram pouca ou nenhuma relação entre as Comissões de Auditoria e o desempenho das empresas, e isso pode dever-se ao facto de ser mais recente a exigência obrigatória das empresas gregas terem Comissões de Auditoria. No período de amostragem em estudo, as empresas gregas com Comissões de Auditoria tendem a ter um desempenho financeiro relativamente melhor, o que pode ser explicado pelo facto da constituição das Comissões de Auditoria terem apenas o intuito de cumprir a obrigatoriedade, e não terem como finalidade melhorar a rentabilidade operacional.

O tamanho da Comissão de Auditoria não impacta o desempenho da empresa, seja ele avaliado através do ROA ou pelo resultado líquido do período (Zakaria, 2018).

Alqatamin (2018) demonstra que o tamanho, a independência e a diversidade de género da Comissão de Auditoria têm um impacto positivo no desempenho da empresa, não havendo

evidência acerca do efeito da experiência ou da frequência de reuniões no desempenho da mesma.

A Comissão de Auditoria é um dos mecanismos consideráveis da *Corporate Governance* que assegura o melhor desempenho da empresa, no entanto, a eficácia deste mecanismo varia consoante o país devido a diferentes contextos culturais e institucionais. É revelado que a qualidade da auditoria externa auxilia na melhoria do desempenho da empresa no Bangladesh, uma vez que desta forma as informações financeiras são autênticas, confiáveis e apropriadas, o que aumenta a confiança do investidor e o leva a investir mais. Também é evidenciado que o tamanho da Comissão de Auditoria tem um impacto positivo no desempenho da empresa, e que um tamanho maior da Comissão de Auditoria, constituída por variados recursos qualificados, motiva a empresa a solucionar os problemas com mais eficácia (problemas enfrentados pela empresa com regularidade no decurso das operações comerciais). É ainda salientado o impacto negativo das reuniões da Comissão de Auditoria no desempenho da empresa devido à menor frequência de reuniões associada à não conformidade com as diretrizes da *Corporate Governance* no Bangladesh, como também à propensão de apenas atender aos requisitos e à menor divulgação sobre o número de reuniões realizadas pela Comissão de Auditoria. É concluído que a qualidade da auditoria externa e uma grande Comissão de Auditoria ajudam a melhorar o desempenho da empresa, porém a reunião da Comissão de Auditoria não desempenha o seu papel positivo nesse sentido no Bangladesh (Rahman *et al.*, 2019).

Existe uma relação positiva entre o tamanho da Comissão de Auditoria, a independência e a experiência financeira da mesma com o desempenho da empresa. Estes resultados são concordantes com a Teoria da Dependência de Recursos, que defende que a eficiência da Comissão de Auditoria aumenta consoante a dimensão da mesma, e ainda suportam a Teoria da Agência, pois estas duas teorias reconhecem que a independência da Comissão de Auditoria tem um impacto positivo no desempenho da empresa, e a Teoria da Agência expõe a ideia de que o desempenho deve ser melhorado através de mais conhecimento e habilidades financeiras (Dakhlallh *et al.*, 2020).

Ahmed *et al.* (2020) reconhecem que existe uma relação positiva entre o tamanho da Comissão de Auditoria e o desempenho financeiro das empresas, estando este positivamente relacionado com o ROA e o ROE.

O tamanho da Comissão de Auditoria e a experiência dos membros da mesma, têm um impacto positivo no desempenho das empresas. O impacto positivo do tamanho da Comissão de Auditoria é consistente com o que defende a Teoria da Dependência de Recursos, de que se

esperam melhores resultados quando há uma Comissão de Auditoria maior por causa da diversidade de *skills* e conhecimentos que os seus membros podem ter. Já o impacto positivo da especialização financeira, é consistente com a legislação egípcia que exige que as Comissões de Auditoria incluam pelo menos um membro com experiência financeira. Mais membros da Comissão de Auditoria com experiência financeira suficiente podem aprimorar a qualidade dos relatórios financeiros, e por sua vez melhorar o desempenho financeiro das empresas (ElHawary, 2021).

Fariha *et al.* (2022) referem que a Comissão de Auditoria desempenha uma função essencial na garantia de boas práticas de relatórios financeiros das empresas, todavia também mostram que todas as variáveis de características da Comissão de Auditoria não são significativas, e que apenas o tamanho da Comissão de Auditoria e a independência do presidente da mesma, têm uma relação significativa no Bangladesh. Esta relação é negativa uma vez que o tamanho da Comissão de Auditoria e o presidente da Comissão de Auditoria não atendem às expectativas dos *stakeholders* e isso repercute-se num mau desempenho das empresas.

Javeed *et al.* (2021) reconhecem que uma Comissão de Auditoria deve ser um mecanismo importante na monitorização de ações fraudulentas, e que diversos estudos investigaram a relação entre a Comissão de Auditoria e o desempenho das empresas, dos quais foram obtidos diferentes resultados. O estudo destes autores revelou que a Comissão de Auditoria tem uma relação positiva com o desempenho da empresa, e também que um CEO poderoso e o desempenho de uma empresa também têm uma conexão positiva. De seguida, os autores descobriram também que a interação do poder do CEO tem um impacto positivo na relação entre a Comissão de Auditoria e o desempenho da empresa. Como suporte por vários investigadores, há o argumento de que um CEO poderoso coage os membros da Comissão de Auditoria a controlar comportamentos fraudulentos, o que diretamente melhora o desempenho da empresa.

A independência da Comissão de Auditoria e o tamanho desta, têm uma associação negativa com o desempenho da empresa, no entanto, o número de reuniões da Comissão de Auditoria não impacta o desempenho da empresa (Al-Jalahma, 2022).

3. Metodologia

Neste capítulo é explicitado o método científico que caracteriza a pesquisa, assim como, a questão de investigação, o modelo conceptual e hipóteses de estudo, a amostra utilizada, a apresentação das variáveis do estudo (independentes e dependente), a recolha de dados efetuada, os recursos estatísticos utilizados e o tratamento de dados realizado no período temporal de 2019 a 2021.

3.1. Metodologia do Estudo

A metodologia que caracteriza o estudo é a pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental e o estudo empírico.

A pesquisa bibliográfica está assente nas seguintes fases:

- Revisão de Literatura, uma vez que a investigação é efetuada tendo como principal base a revisão da literatura existente;
- Enquadramentos e Modelos conceptuais, pois esta é uma investigação que tem como objetivo desenvolver um modelo conceptual, nítido no ponto seguinte (3.2.);
- Análise de Literatura, pois esta é uma pesquisa que analisa de forma crítica e expande a literatura existente através da construção de novas hipóteses e da aplicação de um método estatístico para poder averiguar a sua validação.

A pesquisa bibliográfica é imprescindível para elaborar a dissertação, uma vez que a revisão bibliográfica elaborada no início permitiu efetuar e organizar o estado da arte do tema através da consulta de artigos científicos, dissertações de mestrado e de doutoramento, e outros documentos de natureza científica, o que por sua vez proporcionou um aumento do conhecimento da área em estudo, e serviu como base para a construção e fundamentação das hipóteses de investigação, formuladas no ponto seguinte (3.2.).

As fontes que serviram de suporte para a pesquisa bibliográfica foram obtidas através das seguintes bases de dados:

- B-On (<https://www.b-on.pt/>);
- EBSCO (<https://www.ebsco.com/pt>);
- Google Scholar (<https://scholar.google.com/>);
- ResearchGate (<https://www.researchgate.net/>).

Para a pesquisa documental foram consultadas as seguintes fontes:

- Relatórios e Contas de 2019, 2020 e 2021 das empresas do PSI;

- Relatórios de Governo Societário de 2019, 2020 e 2021 das empresas do PSI;
- Dados de mercado das empresas do PSI (cotações de fecho a 31 de dezembro em bolsa), no período temporal de 2019 a 2021.

Já o que caracteriza o estudo empírico, é a utilização do método quantitativo do coeficiente de correlação de *Pearson*, que tem o intuito de averiguar as hipóteses de investigação, pois este serve para perceber se cada uma das variáveis independentes em estudo tem uma correlação positiva com a variável dependente, ou seja, se há um impacto positivo das variáveis independentes na variável dependente.

3.2. Modelo Conceptual e Hipóteses de Estudo

A questão de investigação da dissertação é: “Os mecanismos internos de *Corporate Governance* têm um impacto positivo no Desempenho Bolsista das Organizações do PSI?”.

Tendo em consideração o objetivo do estudo, foi construído o seguinte modelo conceptual (Fig. 2) de forma a apurar se o desempenho bolsista das empresas do PSI é impactado de forma positiva pelas características das suas Comissões de Auditoria e Conselhos de Administração.

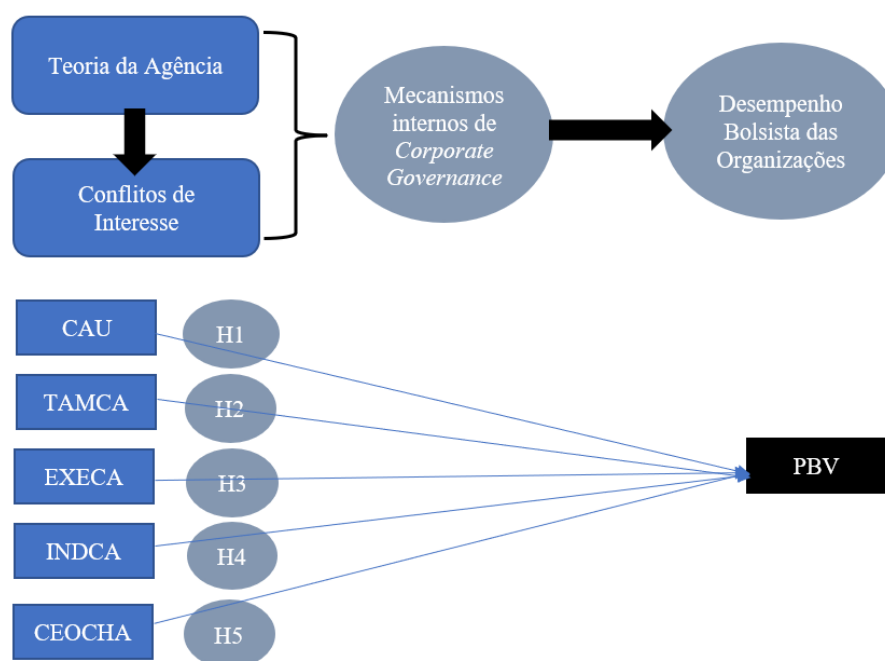


Figura 2 – Modelo Conceptual da Pesquisa.

Fonte: Elaboração Própria

Face ao Modelo Conceptual, as hipóteses em estudo que procuram dar resposta à questão de investigação são as seguintes:

H1: A proporção dos membros da Comissão de Auditoria face ao total dos membros do Conselho de Administração, avaliada pelo CAU, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

H2: O total do N° de membros do Conselho de Administração, avaliado pelo TAMCA, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

H3: O total do N° de membros Executivos face ao total dos membros do Conselho de Administração, avaliado pelo EXECA, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

H4: O total do N° de membros Independentes no Conselho de Administração face ao total dos membros do Conselho de Administração, avaliado pelo INDCA, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

H5: A separação de poderes do CEO face ao *Chairman*, avaliado pelo CEOCHA, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

Os resultados esperados para as Hipóteses de Investigação são os seguintes (Tabela 1):

Tabela 1 – Resultados esperados das Hipóteses de Investigação.

Hipóteses de Investigação	Resultados Esperados
H1	Impacto Positivo
H2	Impacto Positivo
H3	Impacto Positivo
H4	Impacto Positivo
H5	Impacto Positivo

Fonte: Elaboração Própria

3.3. Caracterização da Amostra

A amostra da investigação é constituída pelas dezanove empresas listadas no PSI da *Euronext Lisbon* no período temporal de 2019 a 2021, salientando o facto de que no caso específico da Greenvolt, esta só começou a integrar o PSI em 2021. O principal motivo dos alvos desta investigação serem as empresas do PSI, prende-se com o facto de as empresas cotadas serem obrigadas a divulgar ao mercado Relatórios de Governo Societário e também os Relatórios e Contas, que permitem a obtenção dos dados necessários para testar as hipóteses de estudo.

A amostra é constituída pelas empresas do PSI nos anos de 2019, 2020 e 2021, sendo estas anunciadas de seguida, por ordem alfabética, com o respetivo *International Securities Identification Number* (ISIN) e Código de Bolsa (Tabela 2).

Tabela 2 – Amostra.

Nome do Emitente	Nome na Bolsa	ISIN	Código de Bolsa
ALTRI, SGPS, S.A.	ALTRI SGPS	PTALT0AE0002	ALTR
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A.	B. COM. PORTUGUÊS	PTBCP0AM0015	BCP
CORTICEIRA AMORIM	CORTICEIRA AMORIM SGPS, S.A.	PTCOR0AE0006	COR
CTT CORREIOS DE PORT.	CTT CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.	PTCTT0AM0001	CTT
EDP ENERGIAS, SGPS, S.A.	EDP	PTEDP0AM0009	EDP
EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A.	EDP RENOVÁVEIS	ES0127797019	EDPR
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	GALP ENERGIA- NOM	PTGAL0AM0009	GALP
GREENVOLT - ENERGIAS RENOVÁVEIS, S.A.	GREENVOLT	PTGNV0AM0001	GVOLT
IBERSOL, SGPS, S.A.	IBERSOL, SGPS	PTIBS0AM0008	IBS
JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.	J. MARTINS, SGPS	PTJMT0AE0001	JMT
MOTA-ENGIL	MOTA-ENGIL	PTMEN0AE0005	EGL
NOS, SGPS, S.A.	NOS, SGPS	PTZON0AM0006	NOS
NOVABASE, SGPS, S.A.	NOVABASE, SGPS	PTNBA0AM0006	NBA
PHAROL, SGPS, S.A.	PHAROL	PTPTC0AM0009	PHR
RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	RAMADA	PTFRV0AE0004	RAM
REN	REN	PTREL0AM0008	REN
SEMAPA	SEMAPA	PTSEM0AM0004	SEM
SONAE	SONAE	PTSON0AM0001	SON
THE NAVIGATOR COMP.	THE NAVIGATOR COMP.	PTPTI0AM0006	NVG

Fonte: Elaboração Própria

3.4. Apresentação das Variáveis

De forma a poder ser efetuado o estudo empírico, foram definidas variáveis relacionadas com os mecanismos internos Comissão de Auditoria e Conselho de Administração das empresas cotadas no PSI, e também foi estipulada a variável relativa ao desempenho bolsista das empresas cotadas no mesmo índice de mercado de capitais português, no período de 2019 a 2021.

3.4.1. Variáveis Independentes

Uma variável independente é uma variável que é manipulável e cuja variação não depende de outra variável, sendo a causa presumida (Witte & Witte, 2017).

Nesta dissertação são classificadas como variáveis independentes as seguintes características acerca dos mecanismos internos Comissão de Auditoria e Conselho de Administração (Tabela 3):

Tabela 3 – Variáveis Independentes.

Sigla da variável	Descrição	Significado	Fórmula de cálculo
CAU	Grau de membros da Comissão de Auditoria face ao número de membros do Conselho de Administração	Proporção entre o número de membros da Comissão de Auditoria e o número total de membros do Conselho de Administração	$\frac{N^{\circ} \text{ total de membros da CAUD}}{N^{\circ} \text{ total de membros do CA}}$
TAMCA	Tamanho do Conselho de Administração	Número total de membros que compõem o Conselho de Administração	Nº total de membros do Conselho de Administração
EXECA	Nível de Executivos do Conselho de Administração	Número de Executivos face ao número total de membros que constituem o Conselho de Administração	$\frac{N^{\circ} \text{ total de membros Executivos do CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros do CA}}$

INDCA	Nível de independência do Conselho de Administração	Número de membros Independentes no Conselho de Administração face ao total de membros do Conselho de Administração	$\frac{N^{\circ} \text{ de membros independentes do CA}}{N^{\circ} \text{ total de membros do CA}}$
CEOCHA	Existência de separação de poderes do CEO face ao <i>Chairman</i>	Verificação se o CEO e o <i>Chairman</i> são pessoas diferentes (não dualidade CEO/ <i>Chairman</i>) ou a mesma pessoa (dualidade CEO/ <i>Chairman</i>)	Variável dicotómica que assumirá valor 1 se o CEO e o <i>Chairman</i> forem pessoas diferentes, e que assumirá valor 0 se estes forem a mesma pessoa, isto é, se a mesma pessoa exercer as duas funções (Diacon & O'Sullivan, 1995)

Fonte: Elaboração Própria

3.4.2. Variável Dependente

Uma variável dependente é a que é medida e impactada no estudo, que depende da variável independente, sendo o efeito presumido (Witte & Witte, 2017).

Nesta dissertação é considerada como variável dependente o *Price-to-Book Value* (PBV), determinado no dia 31 de dezembro de cada ano em estudo, cuja descrição, significado e fórmula de cálculo se encontram na Tabela 4.

Tabela 4 – Variável Dependente.

Sigla da variável	Descrição	Significado	Fórmula de cálculo
PBV	<i>Price-to-Book Value</i>	Indicador que providencia informação que permite distinguir melhores ou	$\frac{\text{Cotação de fecho a 31/12 em bolsa de uma ação da empresa}}{\text{Valor Contabilístico da empresa por ação (Anexo I)}}$

		piores desempenhos das empresas no mercado	
--	--	---	--

Fonte: Elaboração Própria

3.5. Método de Recolha de Dados

A recolha de dados foi efetuada através dos seguintes instrumentos:

- Relatórios de Governo Societário das empresas do PSI nos anos 2019, 2020 e 2021, retirados do *website* da CMVM (<https://www.cmvm.pt/>), mais precisamente através do separador “Sistema de difusão de informação”, onde se encontra a categoria “Emitentes”, e por fim “Governo das sociedades”, onde foi possível extrair para cada ano em estudo os Relatórios de Governo Societário para cada empresa e deste modo retirar informação sobre o N° de membros da Comissão de Auditoria para a variável CAU, sobre o N° de membros do Conselho de Administração para a variável TAMCA, acerca do N° de membros executivos e não executivos do Conselho de Administração para a variável EXECA, sobre o N° de membros independentes do Conselho de Administração para a variável INDCA, sobre a Dualidade CEO/*Chairman* para a variável CEOCHA, e sobre o N° de ações cotadas para a variável PBV;
- Relatórios e Contas das empresas da amostra nos anos 2019, 2020 e 2021, obtidos através da secção “Investidores” dos *websites* das empresas do PSI, que permitiram obter informação relativa à variável PBV, uma vez que serviram para extrair o valor dos Capitais Próprios das empresas que constam na Demonstração da Posição Financeira a 31 de dezembro sobre cada empresa da amostra dos anos em estudo, de forma a determinar o valor contabilístico das mesmas;
- Cotações de fecho a 31 de dezembro de 2019, 2020 e 2021 das ações das empresas do PSI, analisadas no *website* da Euronext Lisbon (<https://www.euronext.com/pt/markets/lisbon>) no período temporal de 2019 a 2021.

Como foi referido anteriormente, a empresa Greenvolt começou a fazer parte da constituição do PSI somente em 2021, e por isso não foram recolhidos dados da mesma nos anos 2019 e 2020.

3.6. Tratamento Estatístico dos Dados

O tratamento estatístico dos dados foi feito com recurso ao *Microsoft Excel* [(Microsoft® Excel® para Microsoft 365 MSO (versão 2309 Build 16. 0. 16827. 20166) 64-bit] onde foi possível caracterizar a amostra através do tratamento da estatística descritiva, e também executar o método coeficiente de correlação de *Pearson* através da função “*Pearson*”, de forma a verificar as correlações existentes entre as variáveis do estudo, para testar as hipóteses de investigação.

Kothari (2004) refere que de entre todos os métodos de medida de relacionamento, o coeficiente de correlação de Karl Pearson ou coeficiente de correlação linear, é o método mais usado para medir o nível de relacionamento entre duas variáveis.

O coeficiente de correlação de Karl Pearson (ρ) pode assumir valores que variam entre -1 e 1, e Kothari (2004) faz notar que quando o ρ assume um valor positivo, significa que há uma correlação positiva entre as duas variáveis, ou seja, que mudanças nas duas variáveis acontecem na direção da instrução, enquanto que quando o ρ assume um valor negativo, isto indica a existência de uma correlação negativa entre as duas variáveis, ou seja, que mudanças nas duas variáveis acontecem em direções contrárias. Já quando o ρ é zero, isto mostra que não existe relação entre as duas variáveis.

- ❖ Quando $\rho = 1$, indica que existe uma correlação perfeita positiva;
- ❖ Quando $\rho = -1$, indica que existe uma correlação perfeita negativa;
- ❖ Quando $\rho = 0$, indica que não existe correlação entre as duas variáveis.

Os valores que se aproximam mais de 1 ou -1 mostram um elevado grau de correlação entre as duas variáveis (Kothari, 2004).

O capítulo seguinte refere-se à análise e discussão dos resultados obtidos.

4. Análise e Discussão dos Resultados

Neste capítulo são expostos os dados recolhidos que serviram de suporte para o estudo empírico, assim como a apresentação dos resultados do mesmo, detalhando as correlações entre as variáveis independentes e a variável dependente.

Os resultados apresentados neste capítulo foram baseados na recolha de dados relativos ao tamanho das Comissões de Auditoria e ao tamanho e composição dos Conselhos de Administração das 19 empresas listadas no PSI da *Euronext Lisbon* no período temporal de 2019 a 2021 (Anexos II, III e IV).

4.1. Estatística Descritiva

Nesta investigação foi utilizada a estatística descritiva, que fornece informação de forma sucinta acerca da amostra e da análise efetuada à mesma, como a apresentação dos setores de atividade das empresas da amostra, a composição das suas Comissões de Auditoria e dos seus Conselhos de Administração, apresentação dos resultados das variáveis CAU, TAMCA, EXECA, INDCA, CEOCHA e PBV, a existência de separação de poderes nas empresas, os dados recolhidos para obtenção do PBV, a verificação das correlações existentes entre as variáveis do estudo, e a validação das hipóteses de investigação através do método do coeficiente de correlação de *Pearson*.

4.1.1. Setores de Indústria das Empresas da Amostra

No período temporal do estudo existem onze setores de indústria no PSI, sendo estes os setores: Bancário, Construção, Distribuição Alimentar e Retalho Especializado, Energia, Gestão de Investimentos, Indústria, Pasta e Papel, Restauração, Tecnologia da Informação e Serviços, Telecomunicações, e Transporte e Distribuição (Tabela 5).

Tabela 5 – Setores de Indústria das empresas do PSI.

Entidade	Setor
ALTRI, SGPS, S.A.	Energia
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A.	Bancário
CORTICEIRA AMORIM	Indústria
CTT CORREIOS DE PORT.	Transporte e Distribuição
EDP ENERGIAS, SGPS, S.A.	Energia
EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A.	Energia

GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	Energia
GREENVOLT - ENERGIAS RENOVÁVEIS, S.A.	Energia
IBERSOL, SGPS, S.A.	Restauração
JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.	Distribuição Alimentar e Retalho Especializado
MOTA-ENGIL	Construção
NOS, SGPS, S.A.	Telecomunicações
NOVABASE, SGPS, S.A.	Tecnologia da Informação e Serviços
PHAROL, SGPS, S.A.	Telecomunicações
RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	Gestão de Investimentos
REN	Energia
SEMAPA	Gestão de Investimentos
SONAE	Gestão de Investimentos
THE NAVIGATOR COMP.	Pasta e Papel

Fonte: Elaboração Própria

A análise da Tabela 6 permite inferir que o setor que engloba mais empresas do PSI é o setor das Energias, que tem um peso de 31,58% no índice e que corresponde a seis empresas, que o segundo maior setor é o da Gestão de Investimentos que contém três empresas, que o terceiro maior setor é o das Telecomunicações que compreende duas empresas, e que todos os outros setores têm o mesmo peso, pois apenas contêm uma empresa.

Tabela 6 – Peso dos setores das empresas do PSI no índice e respetivo número de empresas.

Setor	Peso no índice	Nº de empresas
Bancário	5,26%	1
Construção	5,26%	1
Distribuição Alimentar e Retalho Especializado	5,26%	1
Energia	31,58%	6
Gestão de Investimentos	15,79%	3
Indústria	5,26%	1
Pasta e Papel	5,26%	1

Restauração	5,26%	1
Tecnologia da Informação e Serviços	5,26%	1
Telecomunicações	10,53%	2
Transporte e Distribuição	5,26%	1
Total	100,0%	19

Fonte: Elaboração Própria

Na figura 3 é visível que o setor que tem mais peso no índice é o das Energias (31,58%), estando de seguida o da Gestão de Investimentos (15,79%) e posteriormente o das Telecomunicações (10,53%). Por último, os restantes setores com menos peso são o Bancário (5,26%), Construção (5,26%), Distribuição Alimentar e Retalho Especializado (5,26%), Indústria (5,26%), Pasta e Papel (5,26%), Restauração (5,26%), Tecnologia da Informação e Serviços (5,26%), e Transporte e Distribuição (5,26%).

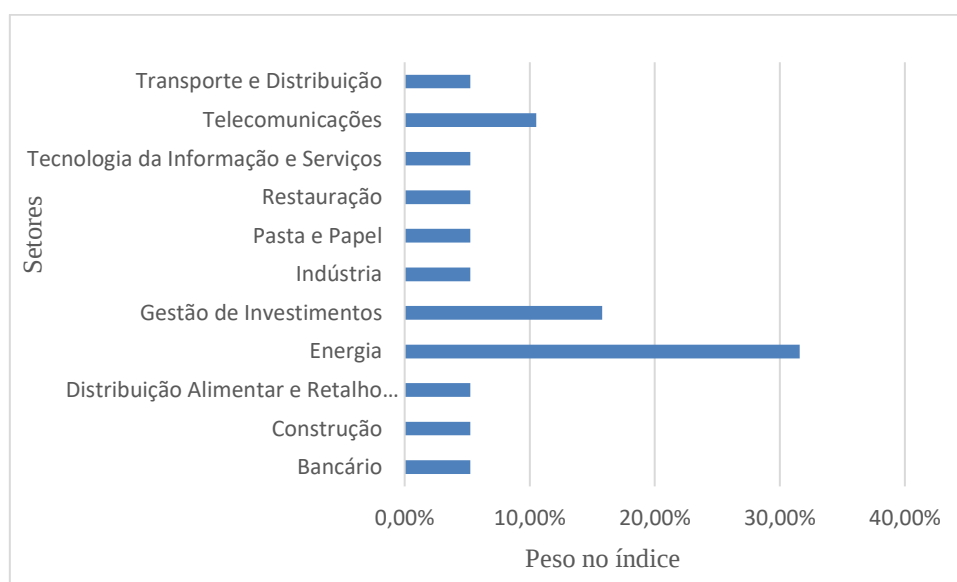


Figura 3 – Peso dos setores das empresas do PSI no índice.

Fonte: Elaboração Própria

4.1.2. Variáveis Independentes

A definição da variável CAU permite perceber a relação entre o número de membros da Comissão de Auditoria das empresas da amostra e o número de membros do Conselho de Administração das mesmas.

Através da Tabela 7, constata-se que a empresa que tem maior número de membros na sua Comissão de Auditoria é a Sonae, que apresenta 7 membros nos anos de 2019, 2020 e 2021, sendo também a segunda empresa com maior CAU no período temporal em estudo (Anexo V).

Tabela 7 – Tamanho da Comissão de Auditoria das empresas do PSI no período de 2019 a 2021.

Nº DE MEMBROS DA COMISSÃO DE AUDITORIA	2019	2020	2021
ALTRI, SGPS, S.A.	3	3	3
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A.	4	4	4
CORTICEIRA AMORIM	3	3	4
CTT CORREIOS DE PORT.	3	3	3
EDP ENERGIAS, SGPS, S.A.	5	5	3
EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A.	3	3	3
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	3	3	3
GREENVOLT - ENERGIAS RENOVÁVEIS, S.A.			3
IBERSOL, SGPS, S.A.	3	3	3
JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.	3	3	3
MOTA-ENGIL	3	3	3
NOS, SGPS, S.A.	5	5	5
NOVABASE, SGPS, S.A.	3	3	3
PHAROL, SGPS, S.A.	3	3	3
RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	3	3	3
REN	3	3	3
SEMAPA	3	3	3
SONAE	7	7	7
THE NAVIGATOR COMP.	3	3	3

Fonte: Elaboração Própria

Na Figura 4 é possível salientar que a maioria das empresas do PSI no período temporal de 2019 a 2021, têm nas suas Comissões de Auditoria um número de membros inferior face ao número de membros que compõem os seus Conselhos de Administração, com exceção da empresa Ibersol, que tem precisamente o mesmo número de membros na sua Comissão de Auditoria e no seu Conselho de Administração nos anos de 2019 e 2020, apresentando nestes anos um CAU de 100%.

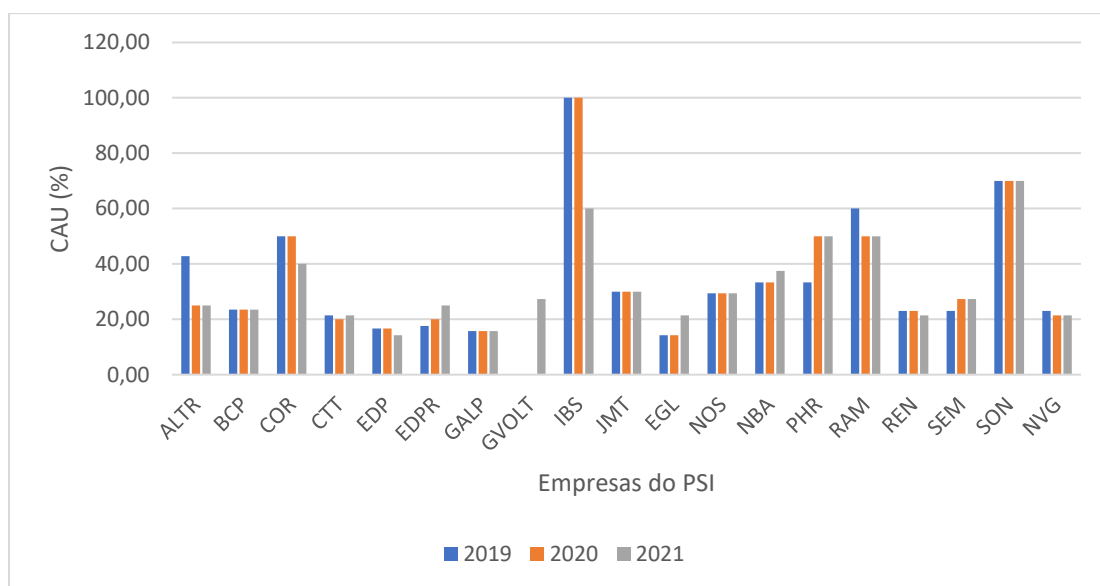


Figura 4 – Apresentação dos resultados da variável CAU das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.

Fonte: Elaboração Própria

A variável TAMCA mostra o tamanho do Conselho de Administração das empresas da amostra (Anexo VI).

Através da análise da Figura 5, é possível constatar que o Conselho de Administração com maior tamanho é o da EDP, que nos anos de 2019 e 2020 era constituído por 30 membros, e em 2021 por 21 membros, e que o Conselho de Administração com menor número de membros é o da Ibersol, que era composto por 3 membros nos anos de 2019 e 2020, e por 5 membros em 2021, verificando-se assim que para a variável TAMCA, o tamanho máximo da amostra é de 30 elementos e o tamanho mínimo da mesma é de 3 elementos.

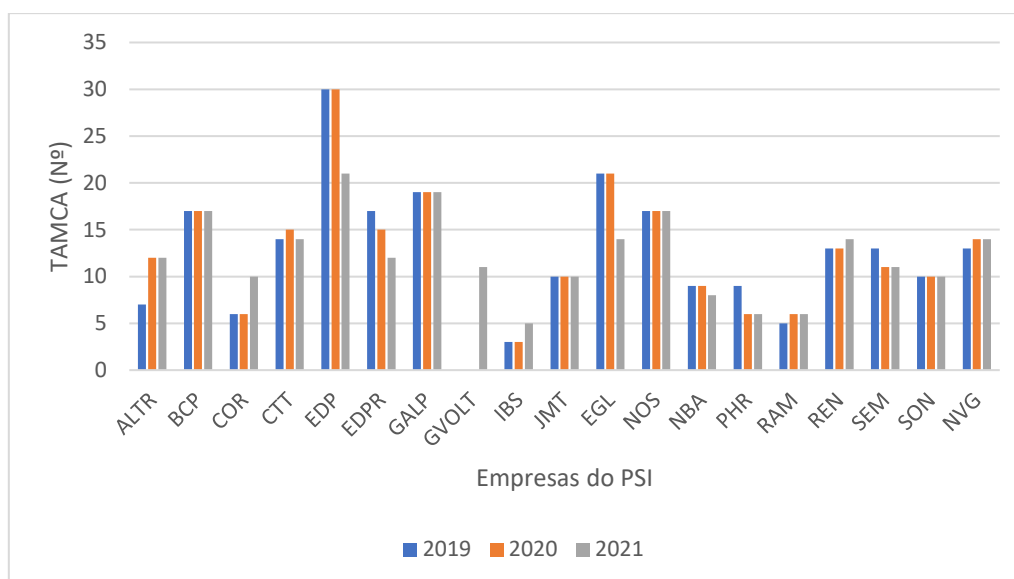


Figura 5 – Apresentação dos resultados da variável TAMCA das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.

Fonte: Elaboração Própria

A definição da variável EXECA (Anexo VII) possibilita analisar a relação entre o número de membros executivos do Conselho de Administração e o número total de membros do Conselho de Administração das empresas da amostra.

A Figura 6 dá destaque à Ramada Investimentos e Indústria, que tem o maior EXECA nos anos de 2019 (80%), de 2020 (66,67%) e de 2021 (50%), partilhando essa característica com a Ibersol em 2020 (66,67%) e com a Pharol em 2021 (50%). Por outro lado, é possível ressaltar que a Jerónimo Martins tem o menor EXECA (10%) nos anos de 2019 e de 2020, passando a Greenvolt a ser a empresa com o EXECA inferior em 2021 (9,09%).

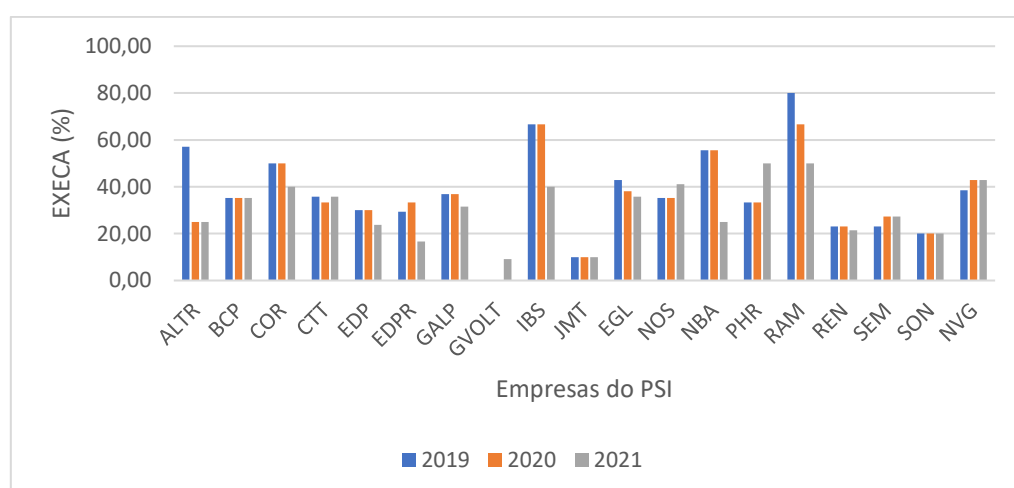


Figura 6 – Apresentação dos resultados da variável EXECA das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.

Fonte: Elaboração Própria

A variável INDCA consiste na relação entre o número de membros independentes dos Conselhos de Administração e o número total de membros, das empresas da amostra, ou seja, esta variável permite apurar o nível de independência existente nos Conselhos de Administração dessas mesmas empresas.

A Figura 7 proporciona diversas informações acerca da independência dos membros dos Conselhos de Administração das empresas do PSI, podendo dar especial ênfase às empresas que não têm qualquer nível de independência, como a Corticeira Amorim que não tem nenhum membro independente no seu Conselho de Administração nos anos de 2019 e de 2020, a NOS que também não tem nenhum membro independente em 2019, a Novabase que também não tem qualquer membro independente nos três anos em análise, e a Ramada Investimentos e Indústria, que não tem nenhum membro independente nos anos de 2019 e 2021.

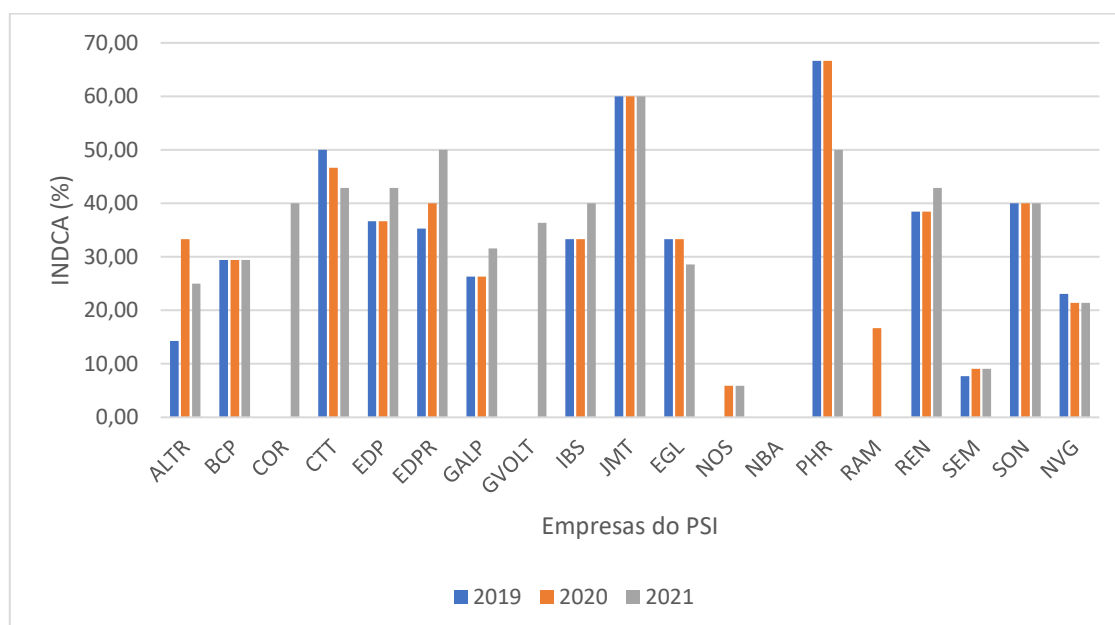


Figura 7 – Apresentação dos resultados da variável INDCA das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.

Fonte: Elaboração Própria

Das empresas que têm membros independentes no Conselho de Administração, é de salientar que as empresas com menor nível de independência são a Semapa em 2019 (7,69%) e a NOS em 2020 e 2021 (5,88%), e a empresa com maior grau de independência nos anos de 2019 e 2020 é a Pharol (66,67%), e no ano de 2021 é a Jerónimo Martins (60%) (Anexo VIII).

A variável CEOCHA é uma variável dicotómica que assume valor 1 quando o CEO e o *Chairman* são pessoas diferentes, e valor 0 quando o CEO e o *Chairman* são a mesma pessoa (Anexo IX).

Na Figura 8 é nítido que o CEO e o *Chairman* são a mesma pessoa durante todo o período temporal da amostra nas empresas Corticeira Amorim, Ibersol, Jerónimo Martins, Pharol, Ramada Investimentos e Indústria, e REN, o que mostra que em 31,58% das empresas da amostra, existe a dualidade CEO/*Chairman*, ou seja, não há separação de poderes nestas empresas, de 2019 a 2021. Da mesma forma, também é possível verificar que o CEO e o *Chairman* são pessoas diferentes durante os 3 anos de análise nas empresas BCP, CTT, EDPR, GALP, Mota-Engil, NOS, Semapa, Sonae e The Navigator Company, isto é, em 41,37% das empresas não existe dualidade CEO/*Chairman*, ou seja, há separação de poderes nestas empresas, em todo o período temporal da amostra.

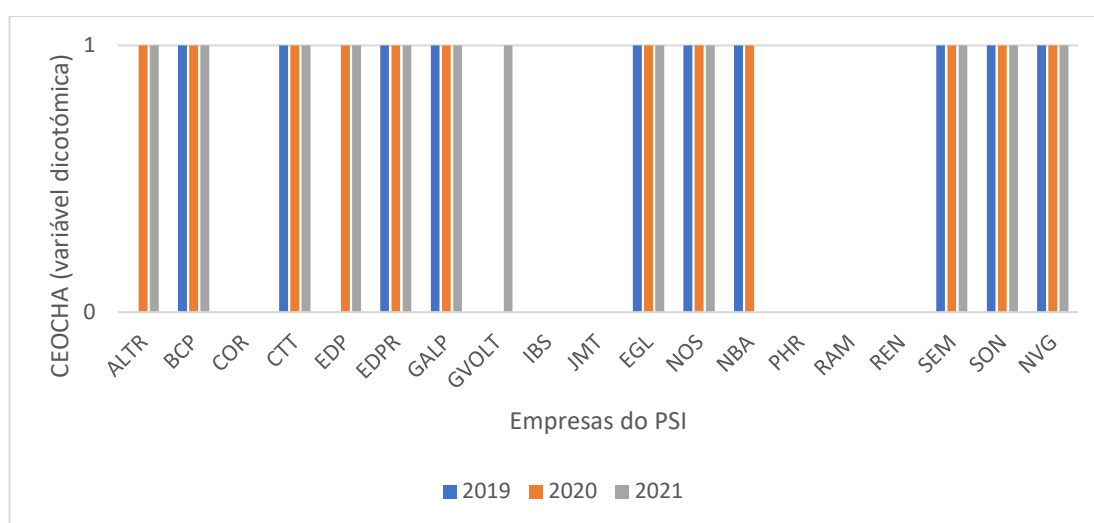


Figura 8 – Apresentação dos resultados da variável CEOCHA das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.

Fonte: Elaboração Própria

Na Figura 8 ainda é possível verificar que nas empresas ALTRI e EDP, o CEO e o *Chairman* são a mesma pessoa em 2019, e passam a ser pessoas diferentes em 2020 e em 2021. Por fim, na Novabase o CEO e o *Chairman* são pessoas diferentes em 2019 e 2020, e em 2021 passa a ser a mesma pessoa a desempenhar as duas funções (Anexo X).

4.1.3. Variável Dependente

A variável PBV consiste num indicador que providencia informação que permite inferir acerca dos desempenhos das empresas no mercado.

Os dados recolhidos que serviram para a obtenção do PBV estão apresentados nas Tabelas dos Anexos XI, XII e XIII.

Um PBV inferior a 1 significa que o Capital Próprio dessa empresa vale mais do que o seu valor de mercado, ou seja, as suas cotações em bolsa são inferiores aos seus ativos líquidos, situação que pode levar a que os investidores considerem que a empresa não irá conseguir tornar os seus ativos rentáveis, e mostra que o valor contabilístico dos seus ativos pode estar sobreavaliado. Pelo contrário, um PBV superior a 1, demonstra que o valor de mercado da empresa supera a totalidade do seu Capital Próprio. As empresas com PBVs muito elevados têm um grande crescimento e um grande nível de rentabilidade, sendo as suas ações muito mais caras. Neste trabalho não existem empresas que apresentem PBV inferior a zero, situação que também pode acontecer, e se for o caso, significa que os capitais próprios das empresas são negativos, ou seja, que o valor dos passivos é superior ao valor dos ativos (falência técnica).

A Tabela 8 mostra que na maioria das empresas o PBV é superior a 1, exceto na Pharol nos anos de 2019 (0,68), de 2020 (0,65) e de 2021 (0,73), na Ramada Investimentos e Indústria no ano de 2020 (0,95), na Semapa nos anos de 2019 (0,88), de 2020 (0,61) e de 2021 (0,71) e na Sonae nos anos de 2019 (0,59), de 2020 (0,54) e de 2021 (0,64).

Tabela 8 – Apresentação dos resultados da variável PBV das empresas do PSI, designadas pelos seus Códigos de Bolsa, nos anos 2019, 2020 e 2021.

PBV	2019	2020	2021
ALTR	1,77	1,68	1,12
BCP	409,52	245,55	301,55
COR	2785,51	2675,43	2407,00
CTT	3,64	2,35	3,91
EDP	1094,18	1564,63	1370,92
EDPR	1084,28	2275,89	2040,08
GALP	2184167,31	1769742,21	1779651,24
GVOLT			2,15
IBS	1,26	1,16	1,04
JMT	4141,82	3852,94	4995,57

EGL	1332,22	2179,66	855,90
NOS	2442,68	1540,80	1824,20
NBA	924,62	1502,30	2116,88
PHR	0,68	0,65	0,73
RAM	1,22	0,95	1,40
REN	1254,90	1123,28	1204,40
SEM	0,88	0,61	0,71
SON	0,59	0,54	0,64
NVG	2,51	1,75	2,28

Fonte: Elaboração Própria

4.2. Análise da Correlação entre as Variáveis

Para facilitar a utilização da função *Pearson* no *Microsoft Excel*, de forma a obter os resultados, foi disposta de forma resumida, a informação de todas as variáveis das empresas presentes na amostra no período temporal de 2019 a 2021 (Anexo XIV).

Como foi referido anteriormente, de forma a dar resposta às hipóteses de investigação desta dissertação, foi aplicado o método do coeficiente de correlação de *Pearson*, através da função *Pearson* no *Microsoft Excel*, que providenciou os resultados acerca da correlação entre as variáveis independentes e a variável dependente, apresentados de seguida (Tabela 9):

Tabela 9 – Resultados do coeficiente de correlação de *Pearson* entre as variáveis independentes (CAU, TAMCA, EXECA, INDCA e CEOCHA) e a variável dependente (PBV).

PEARSON	CAU	TAMCA	EXECA	INDCA	CEOCHA
ALTR	0,6058	-0,6058	0,6058	-0,1979	-0,6058
BCP	0	0	0	0	0
COR	0,9592	-0,9592	0,9592	-0,9592	0
CTT	0,9866	-0,9866	0,9866	-0,2009	0

EDP	-0,1014	-0,1014	-0,1014	0,1014	0,9123
EDPR	0,6086	-0,6774	-0,1085	0,6086	0
GALP	0	0	0,4817	-0,4817	0
GVOLT	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
IBS	0,9015	-0,9015	0,9015	-0,9015	0
JMT	0	0	0	0	0
EGL	-0,7750	0,7750	0,1721	0,7750	0
NOS	0	0	-0,2097	-0,9516	0
NBA	0,8748	-0,8748	-0,8748	0	-0,8748
PHR	0,1383	-0,1383	0,9269	-0,9269	0
RAM	0,1132	-0,1132	-0,4566	-0,9171	0
REN	-0,1332	0,1332	-0,1332	0,1332	0
SEM	-0,9332	0,9332	-0,9332	-0,9332	0
SON	0	0	0	0	0
NVG	0,7310	-0,7310	-0,7310	0,7310	0

Fonte: Elaboração Própria

Antes dos Resultados serem apresentados e discutidos, importa referir um aspeto sobre a interpretação dos resultados da linha da GVOLT na Tabela 9:

- Não é possível calcular o coeficiente de correlação de *Pearson* com apenas um par de valores (Field, 2017; Witte & Witte, 2017; Harlow, 2014), por isso, como para a Greenvolt o coeficiente de *Pearson* foi calculado apenas para um ano, não foi permitido detetar possíveis alterações de nenhuma das variáveis para esta empresa, ou seja, não foi possível apurar o impacto do CAU, do TAMCA, do EXECA, do INDCA e do CEOCHA da empresa Greenvolt no seu PBV, uma vez que esta empresa só começou a constituir o PSI a partir de 2021 (último ano que compreende a amostra).

As classificações do coeficiente de *Pearson* são baseadas na Tabela 10:

Tabela 10 – Classificação do coeficiente de *Pearson*.

Valor de ρ (+ ou -)	Interpretação
0.00 a 0.19	Uma correlação bem fraca
0.20 a 0.39	Uma correlação fraca

0.40 a 0.69	Uma correlação moderada
0.70 a 0.89	Uma correlação forte
0.90 a 1.00	Uma correlação muito forte

Fonte: (Shimakura, 2006)

A análise às Tabelas 9 e 10 permite efetuar as seguintes observações:

- A variável CAU tem uma correlação negativa com o PBV nas empresas EDP, Mota-Engil, REN e Semapa, destacando as empresas EDP e REN que têm uma correlação linear negativa muito fraca, e a empresa Mota-Engil que tem uma correlação linear negativa forte, e a Semapa que tem uma correlação linear negativa muito forte. Estes valores de *Pearson* para as empresas EDP, Mota-Engil, REN e Semapa, demonstram que as variáveis estão inversamente relacionadas, ou seja, a proporção do número de membros das Comissões de Auditoria face ao total de membros do Conselho de Administração das empresas referidas anteriormente, têm um impacto negativo nos seus desempenhos bolsistas, isto é, quanto maior for o CAU, menor é o PBV das empresas, e vice-versa (exceto no caso da EDP). Fariha *et al.* (2022) e Al-Jalahma (2022) também sustentam que o tamanho da Comissão de Auditoria tem uma associação negativa com o desempenho da empresa.

Por sua vez, existe uma correlação positiva entre o CAU e o PBV nas empresas Altri, Corticeira Amorim, CTT, EDPR, Ibersol, Novabase, Pharol, Ramada Investimentos e Indústria, e The Navigator Company, sendo as correlações detalhadas de seguida:

- A Altri e a EDPR apresentam uma correlação linear positiva moderada;
- A Corticeira Amorim, CTT e Ibersol têm uma correlação linear positiva muito forte;
- A Novabase e a The Navigator Company têm uma correlação linear positiva forte;
- A Pharol e a Ramada Investimentos e Indústria têm uma correlação linear positiva muito fraca.

A proporção do número de membros das Comissões de Auditoria face ao total de membros do Conselho de Administração nestas empresas, tem um impacto positivo nos desempenhos bolsistas das mesmas, ou seja, quando o CAU varia numa direção, o PBV destas empresas também varia no mesmo sentido (exceto a EDPR e a Pharol). Isto é fundamentado por Rahman *et al.* (2019) que referem que a Comissão de Auditoria é um dos mecanismos consideráveis da *Corporate Governance* que assegura o melhor desempenho da empresa, e por Arslan *et al.* (2014), Al-Matari *et al.* (2014), Ali e Nasir (2015), Nawafly e Alarussi (2016), Alqatamin

(2018), Dakhilallh *et al.* (2020), Ahmed *et al.* (2020), Javeed *et al.* (2021) e ElHawary (2021) que revelaram que a Comissão de Auditoria tem uma relação positiva com o desempenho da empresa.

Nas empresas BCP, GALP, Jerónimo Martins, NOS e SONAE, o *Pearson* é zero, o que mostra que o impacto da proporção de membros das Comissões de Auditoria face ao total de membros do Conselho de Administração, no desempenho bolsista destas, é nulo. Isto reflete-se nas conclusões de Zhou *et al.* (2018) que encontraram pouca ou nenhuma relação entre as Comissões de Auditoria e o desempenho das empresas.

Apesar de existir uma associação linear positiva moderada entre o CAU da EDPR e o seu PBV (Tabela 8), de 2020 para 2021, o CAU e o PBV variaram no sentido oposto (Anexo XIV). Existe uma situação semelhante com a Pharol, pois esta apresenta uma correlação linear positiva muito fraca entre o seu CAU e PBV, mas de 2019 para 2020 o seu CAU e PBV variaram em sentidos opostos. Por isso, apesar do CAU e do PBV das empresas EDPR e Pharol indicarem ter uma correlação positiva, como esta não é evidente nos seus resultados, não se pode determinar que esta correlação de facto existe para estas duas empresas.

Face aos resultados obtidos, procede-se à análise da validação da H1:

H1: A proporção dos membros da Comissão de Auditoria face ao total dos membros do Conselho de Administração, avaliada pelo CAU, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

Tendo em consideração os resultados obtidos, é possível concluir que existe uma correlação linear positiva entre o CAU e o PBV em nove das empresas da amostra, no entanto, esta só é verificável em sete delas, uma vez que de 2020 para 2021, na EDPR, o CAU e o PBV variaram em sentidos opostos, e na Pharol o mesmo aconteceu de 2019 para 2020, não permitindo constatar existência de correlação positiva nestas duas empresas. Isto mostra que apenas em 36,84% das empresas da amostra, a proporção dos membros da Comissão de Auditoria face ao total dos membros do Conselho de Administração tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, o que não corrobora a H1.

- A variável TAMCA tem uma correlação negativa com o PBV nas empresas ALTRI, Corticeira Amorim, CTT, EDP, EDPR, Ibersol, Novabase, Pharol, Ramada Investimentos e Indústria, e The Navigator Company, sendo esta especificada de seguida:

- A ALTRI e a EDPR têm uma correlação linear negativa moderada;
- A Corticeira Amorim, os CTT e a Ibersol têm uma correlação linear negativa muito forte;
- A Novabase e a The Navigator Company têm uma correlação linear negativa forte;
- A EDP, a Pharol e a Ramada Investimentos e Indústria têm uma correlação linear negativa muito fraca.

No entanto, independentemente da força da correlação das variáveis TAMCA e PBV nestas empresas, isto significa que o tamanho do Conselho de Administração das mesmas tem um impacto negativo no desempenho bolsista.

De forma contrária, também é de salientar as empresas Mota-Engil, REN e Semapa, onde há uma correlação positiva entre o TAMCA e o PBV, detalhando que a Semapa tem esta correlação muito forte, a REN tem uma correlação muito fraca e a Mota-Engil tem uma correlação forte. Esta análise demonstra que o tamanho do Conselho de Administração da Mota-Engil, da REN e da Semapa tem um impacto positivo no desempenho bolsista das mesmas.

Nas empresas BCP, GALP, Jerónimo Martins, NOS e Sonae, não há impacto da variável independente sobre a variável dependente, uma vez que o TAMCA destas empresas não variou no período temporal em estudo, o que se traduz num *Pearson* de zero.

Tal como Alqatan *et al.* (2019) verificaram, há estudos que concluem uma relação positiva entre o tamanho do Conselho de Administração e o desempenho da empresa, e há outros estudos que concluem o oposto, ou seja, que existe uma relação negativa entre o tamanho do Conselho e o desempenho da empresa. Os autores explicam que estas duas vertentes existem porque o TAMCA pode impactar de forma positiva o desempenho bolsista de uma empresa devido ao facto de um grande Conselho de Administração ter mais experiência e mais ideias, o que enriquece a qualidade da tomada de decisões e investimentos efetivos, o que leva a um melhor desempenho bolsista, e que por outro lado, o TAMCA pode impactar negativamente o desempenho bolsista de uma empresa devido ao facto de um grande Conselho de Administração poder levar a um aumento da ineficácia da comunicação entre os membros do Conselho e também a um maior risco de desacordo entre os mesmos, o que é capaz de tornar a decisão do Conselho menos eficaz, traduzindo-se assim num pior desempenho bolsista.

O mesmo acontece neste estudo, pois existe um impacto positivo do tamanho do Conselho de Administração no desempenho bolsista da Mota-Engil, da REN e da Semapa, o que significa que quanto maior a dimensão destas empresas, maior o seu desempenho bolsista e vice-versa, e também existe o contrário em outras empresas, pois o tamanho do Conselho de

Administração das ALTRI, Corticeira Amorim, CTT, EDP, EDPR, Ibersol, Novabase, Pharol, Ramada Investimentos e Indústria, e The Navigator Company impactam negativamente o seu desempenho bolsista, ou seja, quanto maior são os seus Conselhos de Administração, menor são os seus desempenhos bolsistas (com exceção da EDP, EDPR e Pharol).

Estas constatações reforçam a ideia de Qureshi *et al.* (2022) de que há a necessidade da empresa determinar o tamanho ideal do Conselho de Administração para melhorar o desempenho da mesma.

Face aos resultados obtidos, procede-se à análise da validação da H2:

H2: O total do N° de membros do Conselho de Administração, avaliado pelo TAMCA, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

Tendo em consideração os resultados obtidos, é possível concluir que existe uma correlação linear positiva entre o TAMCA e o PBV em três das empresas da amostra, sendo esta verificável em todas elas, apesar da existência da correlação linear positiva muito fraca na REN. Isto mostra que só em 15,79% das empresas da amostra, o total do N° de membros do Conselho de Administração, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, o que não corrobora a H2.

- A variável EXECA tem uma correlação negativa com o PBV nas empresas EDP, EDPR, NOS, Novabase, Ramada Investimentos e Indústria, REN, Semapa e The Navigator Company, salientando abaixo esta correlação:

- A Ramada Investimentos e Indústria tem uma correlação linear negativa moderada;
- A Semapa tem uma correlação linear negativa muito forte;
- A Novabase e a The Navigator Company têm uma correlação linear negativa forte;
- A EDP, EDPR e REN têm uma correlação linear negativa muito fraca;
- A NOS tem uma correlação linear negativa fraca.

Pelo contrário, as empresas ALTRI, Corticeira Amorim, CTT, GALP, Ibersol, Mota-Engil e Pharol, têm uma correlação positiva com o PBV, evidenciando as correlações:

- A ALTRI e a GALP têm uma correlação linear positiva moderada;
- A Corticeira Amorim, os CTT, a Ibersol e a Pharol têm uma correlação linear positiva muito forte;

- A Mota-Engil tem uma correlação linear positiva muito fraca;

A relação entre o número de membros executivos e o número total de membros do Conselho de Administração das empresas BCP, Jerónimo Martins e Sonae não tem impacto sobre o PBV das mesmas, uma vez que o EXECA destas empresas não variou entre 2019 e 2021.

A proporção de membros executivos face ao número total de membros do Conselho de Administração da EDP, EDPR, NOS, Novabase, Ramada Investimentos e Indústria, REN, Semapa e The Navigator Company, tem um impacto negativo no desempenho bolsista das mesmas, o que sustenta o que Cabrera-Suárez e Martín-Santana (2015) reconhecem: uma maior proporção de diretores executivos impacta negativamente o desempenho das empresas, e um dos possíveis motivos para isso é a existência de uma elevada presença de executivos no Conselho de Administração, que ocasiona pouco espaço para perspetivas alternativas da equipa de gestão. Por outro lado, a proporção de membros executivos face ao número total de membros do Conselho de Administração das empresas ALTRI, Corticeira Amorim, CTT, GALP, Ibersol, Mota-Engil e Pharol, impacta positivamente o desempenho bolsista das mesmas. Isto reflete-se nos resultados de Ghasemi e Razak (2016) que concluem que o número de executivos tem um impacto positivo no desempenho das empresas, e que esse impacto pode dever-se ao facto dos executivos terem conhecimento sobre a operação da empresa e habitualmente serem experientes o suficiente nos negócios da mesma, o que os pode levar a conceder informações em primeira mão e dentro do prazo a outros membros do Conselho.

Face aos resultados obtidos, procede-se à análise da validação da H3:

H3: O total do N° de membros Executivos face ao total dos membros do Conselho de Administração, avaliado pelo EXECA, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

Tendo em consideração os resultados obtidos, é possível concluir que existe uma correlação linear positiva entre o EXECA e o PBV em sete das empresas da amostra, sendo que esta só é constatável em cinco delas, pois o EXECA e o PBV variaram em sentidos opostos de 2020 para 2021 na GALP, e de 2019 para 2020 na Mota-Engil, ou seja, havia indício de uma correlação positiva, mas não se pode determinar que esta correlação de facto existe para estas duas empresas devido ao comportamento contrário das variáveis. Isto mostra que apenas em 26,32% das empresas da amostra, o N° de membros Executivos face ao total dos membros do

Conselho de Administração, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, o que não corrobora a H3.

- A variável INDCA tem uma correlação negativa com o PBV nas empresas ALTRI, Corticeira Amorim, CTT, GALP, Ibersol, NOS, Pharol, Ramada Investimentos e Indústria, e Semapa, evidenciando que:

- A GALP tem uma correlação linear negativa moderada;
- A Corticeira Amorim, a Ibersol, a NOS, a Pharol, a Ramada Investimentos e Indústria, e a Semapa têm uma correlação linear negativa muito forte;
- A ALTRI e os CTT têm uma correlação linear negativa fraca.

A relação entre o número de membros independentes e o número de membros do Conselho de Administração destas empresas tem um impacto negativo no PBV destas, o que é concluído por Qureshi *et al.* (2022) que revelaram que a independência do Conselho de Administração tem um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas. Esta relação negativa sugere que a dependência de recursos/função consultiva dos Conselhos tem mais importância do que o seu papel de supervisão (Zhou *et al.*, 2018).

Contrariamente, a relação entre o número de membros independentes e o número de membros do Conselho de Administração, tem uma correlação positiva com o PBV nas empresas EDP, EDPR, Mota-Engil, REN e The Navigator Company, realçando que:

- A EDPR tem uma correlação linear positiva moderada;
- A Mota-Engil e a The Navigator Company têm uma correlação linear positiva forte;
- A EDP e a REN têm uma correlação linear positiva muito fraca;

Estes resultados sustentam as conclusões de Liu *et al.* (2015), que referem que a independência do Conselho de Administração está positivamente relacionada com o desempenho das empresas, e que esta relação positiva pode ser explicada, pelo menos de forma parcial, pela capacidade dos membros independentes do Conselho de Administração impedirem negociações internas e melhorarem a eficiência do investimento nas empresas.

Os resultados das empresas EDP, EDPR, Mota-Engil, REN e The Navigator Company relativos ao INDCA, também reforçam a ideia de Rutledge *et al.* (2016), Ciftci *et al.* (2019), Ahmed *et al.* (2020) e Jwailles (2021), que concluem que a independência do Conselho de Administração tem um impacto positivo no desempenho das empresas. Kanakriyah (2021) defende que esta relação positiva leva a um enriquecimento do Conselho de Administração com novas *skills* e conhecimentos que podem não estar à disposição da empresa e que são

fundamentais para o desempenho das suas funções, bem como para garantir a expressão de pontos de vista e opiniões objetivas e independentes.

O INDCA das empresas BCP, Jerónimo Martins, Novabase e Sonae, não tem impacto sobre o PBV das mesmas, uma vez que o INDCA destas empresas não variou no período temporal da amostra. Esta situação reflete-se nas conclusões de Gómez *et al.* (2017), que não encontraram uma relação entre a independência do Conselho de Administração e o desempenho bolsista das empresas, e que explicam tal resultado com a possibilidade de alguns membros serem classificados como independentes e não serem realmente independentes da administração por estarem comprometidos com as empresas ou com os seus atuais CEOs de forma muito subtil.

Os resultados desta dissertação, tal como os resultados de Uribe-Bohorquez *et al.* (2018), mostram que tanto existe uma relação positiva entre a independência do Conselho de Administração e o desempenho de uma empresa, como existe uma relação negativa ou mesmo inexistente entre estes dois fatores. Os autores referem ainda que estes resultados são usualmente obtidos em determinados contextos, com características legais e culturais particulares, que não são necessariamente generalizáveis a todos os países.

Face aos resultados obtidos, procede-se à análise da validação da H4:

H4: O total do N° de membros Independentes no Conselho de Administração face ao total dos membros do Conselho de Administração, avaliado pelo INDCA, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

Tendo em consideração os resultados obtidos, é possível concluir que existe uma correlação linear positiva entre o INDCA e o PBV em cinco das empresas da amostra, sendo que esta só é verificável em três delas, pois o INDCA e o PBV da EDP e da EDPR variaram em sentidos opostos de 2020 para 2021, o que demonstra que apesar destas empresas iniciarem ter uma correlação positiva, como esta não é verificável de forma consistente, não se pode determinar que esta correlação de facto existe para estas duas empresas. Isto mostra que apenas em 15,79% das empresas da amostra, o N° de membros Independentes no Conselho de Administração face ao total dos membros do Conselho de Administração, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, o que não corrobora a H4.

- A variável CEOCHA tem uma correlação negativa com o PBV nas empresas ALTRI e Novabase, apresentando a primeira uma correlação linear negativa moderada, e a segunda uma correlação linear negativa forte. Na ALTRI, o facto de o CEO e o *Chairman* serem a mesma pessoa em 2019, e passarem a ser duas pessoas distintas em 2020 e em 2021, teve um impacto negativo no desempenho da empresa, e o facto de na Novabase, o CEO e o *Chairman* serem pessoas diferentes em 2019 e 2020, e passar a ser a mesma pessoa a executar estes dois papéis em 2021, demonstra o mesmo, mas numa ordem inversa, impactando também negativamente o desempenho da empresa. Isto mostra que a separação de poderes (CEO e o *Chairman* serem pessoas diferentes) tem um impacto negativo no desempenho bolsista da empresa. Isto está espelhado nas conclusões de Amaral-Baptista *et al.* (2011), que constataam que a dualidade do CEO (não separação de poderes) conduz a um desempenho melhor através de uma direção e execução estratégica mais adequadas, como também de Ciftci *et al.* (2019) que mostram que o desempenho financeiro da empresa aumenta com a estrutura de liderança dual, isto é, com a presença da dualidade do CEO na empresa, e de Freihat *et al.* (2019) que mostram que a dualidade do CEO tem uma relação positiva com o desempenho bolsista da empresa, e que no ambiente do estudo a combinação das figuras de presidente do Conselho de Administração e de CEO é presumivelmente proveitosa para as empresas, onde toda a chefia converge numa única figura de autoridade. Jwailles (2021) também defende que a dualidade do CEO tem um impacto positivo no desempenho das empresas e Kanakriyah (2021) explica tal impacto com a possibilidade da combinação dos cargos presidente e CEO num único indivíduo maximizar o sentido de responsabilidade para com a empresa e levar a um maior interesse e vontade de colocar o desempenho da empresa ao mais alto nível.

Por sua vez, existe uma correlação positiva entre o CEOCHA e o PBV exclusivamente na EDP (correlação linear positiva forte), ou seja, a separação de poderes (não dualidade do CEO) tem um impacto positivo no desempenho da empresa. Estes resultados são obtidos também por Rutledge *et al.* (2016) que concluem que a dualidade do CEO está associada a um desempenho inferior da empresa, como Romano *et al.* (2020) que referem que a dualidade do CEO tem um impacto negativo no desempenho financeiro das empresas, uma vez que a concentração de poder no mesmo indivíduo dá uma limitação do controlo pelos diretores do Conselho de Administração, investidores e outros *stakeholders*, como também por Ali *et al.* (2022) que constataam que a dualidade do CEO torna o mesmo mais poderoso, oportunista e focado em cuidar dos seus interesses pessoais e não dos interesses da empresa e por Qureshi *et al.* (2022) que afirmam que o CEO com funções duplas tem um impacto negativo no desempenho das

empresas, por isso, sugere-se que duas pessoas distintas executem as funções de CEO e de presidente do Conselho.

O CEOCHA das empresas BCP, Corticeira Amorim, CTT, EDPR, Galp, Ibersol, Jerónimo Martins, Mota-Engil, NOS, Pharol, Ramada Investimentos e Indústria, REN, Semapa, Sonae e The Navigator Company, não tem impacto sobre o PBV das mesmas, uma vez que o CEOCHA destas empresas não variou de 2019 a 2021.

Face aos resultados obtidos, procede-se à análise da validação da H5:

H5: A separação de poderes do CEO face ao *Chairman*, avaliado pelo CEOCHA, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, avaliado pelo PBV.

Tendo em consideração os resultados obtidos, é possível concluir que existe uma correlação linear positiva entre o CEOCHA e o PBV numa das empresas da amostra. Isto mostra que apenas em 5,26% das empresas da amostra, a separação de poderes do CEO face ao *Chairman*, tem impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI, o que não corrobora a H5.

Witte e Witte (2017) referem que a significância estatística é uma medida que mostra se uma relação observada nos dados não se deve ao acaso (sendo um resultado considerado estatisticamente significativo quando o valor de probabilidade é inferior a um limite pré-determinado, normalmente 0,05). Esta não foi determinada para nenhuma das correlações existentes nesta dissertação, uma vez que é possível ter uma correlação fraca que seja estatisticamente significativa (uma correlação que não se deve ao acaso), especialmente com amostras grandes, e por outro lado, é possível uma correlação forte não ser estatisticamente significativa, especialmente com um tamanho de amostra pequeno (Witte & Witte, 2017; Harlow, 2014).

Determinar a significância estatística não foi considerado imprescindível para este estudo porque embora esta forneça informações importantes sobre os dados, ela indica a probabilidade de um resultado não ser devido ao acaso, e o foco principal desta dissertação é analisar o tipo de informação que o coeficiente de correlação de *Pearson* fornece, que é a medida da força e da direção de uma relação linear existente entre as variáveis do estudo, podendo validar (ou não) as hipóteses de investigação apenas com essa informação.

Após a análise ao coeficiente de correlação de *Pearson* entre as variáveis em estudo das empresas do PSI, verifica-se que não há veracidade em nenhuma hipótese, pois cada variável independente apenas está correlacionada positivamente com a variável dependente em algumas organizações da amostra (sempre em menos de metade), o que não permite a sua validação (Tabela 11).

Tabela 11 – Validação das Hipóteses de Investigação.

Hipóteses	Validação	Corroboração das hipóteses por alguns Autores
H1	Não	Dakhlallh <i>et al.</i> (2020); Ahmed <i>et al.</i> (2020); Javeed <i>et al.</i> (2021); ElHawary (2021)
H2	Não	Ciftci <i>et al.</i> (2019); Freihat <i>et al.</i> (2019); Kanakriyah (2021); Gan e Erikson (2022).
H3	Não	Ghasemi e Razak (2016); Alshetwi (2017)
H4	Não	Ciftci <i>et al.</i> (2019); Ahmed <i>et al.</i> (2020); Jwailles (2021); Kanakriyah (2021)
H5	Não	Romano <i>et al.</i> (2020); Ali <i>et al.</i> (2022); Qureshi <i>et al.</i> (2022)

Fonte: Elaboração Própria

5. Conclusões, Limitações e Perspetivas Futuras

Neste capítulo são expressas as conclusões obtidas com esta investigação, e são apresentadas as principais limitações ao estudo e sugestões para futuras investigações.

5.1. Principais Conclusões

Depois de explicar o conceito de *Corporate Governance* e a sua importância, apresentando definições de autores e de organismos conceituados, é possível constatar que a *Corporate Governance* consiste num conjunto de processos que orientam as empresas na sua forma de dirigir e controlar, com o intuito de alinhar interesses entre *stakeholders* e de aprimorar a transparência, a segurança e o desempenho das empresas. Para colmatar a divergência de interesses entre acionistas e gestores, deve pôr-se em prática as regras de um bom sistema de *Corporate Governance*, estipulando uma subordinação apropriada dos interesses dos agentes (gestores) ao interesse dos principais (acionistas).

Tendo em consideração que o objetivo da dissertação é analisar a relação entre os mecanismos internos de *Corporate Governance*, Comissão de Auditoria e Conselho de Administração, e o desempenho bolsista das empresas do PSI, foi formulada a seguinte questão de investigação: “Os mecanismos internos de *Corporate Governance* têm um impacto positivo no Desempenho Bolsista das Organizações do PSI?”.

De forma a cumprir o objetivo principal e a responder à questão de investigação, foram criadas variáveis de estudo (independentes) acerca do tamanho do Conselho de Administração, do seu nível de independência, do grau de executivos, da separação de poderes do CEO face ao *Chairman*, e também sobre a proporção dos membros da Comissão de Auditoria face ao total dos membros do Conselho de Administração. De seguida foram recolhidos dados das 19 empresas que constituíam o PSI no ano de 2021, num período temporal de 3 anos (2019, 2020 e 2021), e posteriormente aplicado o método do coeficiente de correlação de *Pearson* entre as variáveis independentes e a dependente (desempenho bolsista) durante esse mesmo período.

No cômputo geral, os resultados obtidos neste estudo são distintos, pois tanto foram obtidos resultados que demonstram que há impacto positivo dos mecanismos Comissão de Auditoria e Conselho de Administração no desempenho bolsista em algumas das organizações do PSI, como há resultados que mostram existir um impacto negativo, ou mesmo inexistência de impacto em algumas dessas empresas. O facto de apenas existir impacto positivo dos mecanismos Comissão de Auditoria e Conselho de Administração em algumas empresas, não permite responder afirmativamente à questão de investigação.

As conclusões gerais dos resultados do presente estudo, são as seguintes:

- A variável relativa à proporção dos membros da Comissão de Auditoria face ao total dos membros do Conselho de Administração (CAU), tem um impacto positivo no Desempenho Bolsista em 36,84% das empresas da amostra. Isto mostra que nessas empresas, quanto maior é o número de membros da Comissão de Auditoria relativamente ao número de membros do Conselho de Administração, maior é o desempenho bolsista, e isto pode dever-se ao facto da existência de uma Comissão de Auditoria proporcionar uma melhor credibilidade da informação financeira. No entanto, como este impacto positivo não se reflete em todas as empresas do PSI no período temporal do presente estudo, a H1 não é corroborada, e por isso não se pode concluir que o mecanismo interno Comissão de Auditoria, através da variável CAU, tem um impacto positivo no Desempenho Bolsista das organizações do PSI;

- A variável relativa ao total dos membros do Conselho de Administração (TAMCA) tem uma correlação positiva com o PBV em 15,79% das empresas da amostra. Isto significa que nessas empresas, quanto maior é o tamanho destas empresas, maior é o seu desempenho bolsista, o que pode ser explicado pelo facto de um Conselho maior ser mais experiente, e por isso ter maior qualidade na tomada de decisões e investimentos. Porém, como este impacto positivo não se reflete em todas as empresas do PSI no período temporal do estudo, a H2 não é corroborada, e por isso não se pode concluir que o mecanismo interno Conselho de Administração, através da variável TAMCA, tem um impacto positivo no Desempenho Bolsista das organizações do PSI;

- A variável relativa ao total de membros Executivos face ao total dos membros do Conselho de Administração (EXECA) tem uma correlação positiva com o PBV em 26,32% das empresas da amostra. Isto significa que quanto mais elevado é o número de membros Executivos do Conselho de Administração relativamente ao número total de membros do mesmo, maior é o desempenho bolsista, e isto pode ser explicado devido ao facto dos executivos serem conhecedores sobre a operação da empresa e terem experiência para os negócios da mesma. Todavia, como este impacto positivo não se reflete em todas as empresas do PSI no período temporal do estudo, a H3 não é corroborada, e por isso não se pode concluir que o mecanismo interno Conselho de Administração, através da variável INDCA, tem um impacto positivo no Desempenho Bolsista das organizações do PSI;

- A variável relativa ao total de membros Independentes no Conselho de Administração face ao total dos membros do Conselho de Administração (INDCA), tem uma correlação positiva com o PBV em 15,79% das empresas da amostra. Isto mostra que nessas empresas quanto maior é o número de membros independentes do Conselho de Administração, maior é o desempenho

bolsista das mesmas, e esta relação positiva pode dever-se à capacidade dos membros independentes do Conselho de Administração impedirem negociações dentro das empresas e melhorarem o seu investimento. Porém, como este impacto positivo não se reflete em todas as empresas do PSI no período temporal do estudo, a H4 não é corroborada, e por isso não se pode concluir que o mecanismo interno Conselho de Administração, através da variável INDCA, tem um impacto positivo no Desempenho Bolsista das organizações do PSI;

- O mecanismo interno Conselho de Administração, através da variável relativa à separação de poderes do CEO face ao *Chairman*, tem uma correlação positiva com o PBV em 5,26% das empresas da amostra. Isto demonstra que nessas empresas, a separação das funções CEO e *Chairman*, ou seja, a não dualidade CEO/*Chairman* leva a um melhor desempenho bolsista, e isso pode dever-se ao facto da pessoa que desempenha os cargos CEO e *Chairman* ter excesso de poder, focando-se nos seus interesses pessoais ao invés dos interesses da empresa, limitando o controlo por parte dos diretores do Conselho de Administração e de outros *stakeholders*. Contudo, como este impacto positivo só se reflete numa empresa do PSI no período temporal do estudo, a H5 não é corroborada, e por isso não se pode concluir que o mecanismo interno Conselho de Administração, através da variável CEOCHA, tem um impacto positivo no Desempenho Bolsista das organizações do PSI;

Os resultados obtidos mostram que os mecanismos Comissão de Auditoria e Conselho de Administração têm um impacto positivo no desempenho bolsista das organizações do PSI apenas em algumas empresas da amostra (sempre em menos de metade), o que leva a que as hipóteses de investigação não possam ser corroboradas. Apesar disto acontecer, o objetivo do estudo foi cumprido, pois é possível concluir que embora exista um impacto positivo de todas as variáveis independentes do estudo no *Price-to-Book Value* em algumas das empresas do PSI, não há uma tendência de que uma maior Comissão de Auditoria, e de um maior Conselho de Administração, com um número mais elevado de executivos e de independentes, e com separação de poderes entre CEO e *Chairman*, se associam predominantemente a um maior desempenho bolsista, o que permite responder de forma negativa à questão de investigação. Deste modo, é possível concluir que os mecanismos internos de *Corporate Governance* (Comissão de Auditoria e Conselho de Administração) não têm um impacto positivo no desempenho bolsista das Organizações do PSI.

5.2. Limitações do Estudo

Há algumas limitações neste estudo, sendo estas as seguintes:

- A amostra não ser diversificada, pois esta restringe-se somente às empresas do PSI;
- O período temporal da amostra ser de apenas 3 anos, o que não permite obter informações representativas;
- O período temporal da amostra compreender o período da pandemia COVID-19, pois esta é uma situação atípica que pode ter impacto no desempenho bolsista das empresas.

5.3. Perspetivas Futuras

Para aprofundar o estudo da temática desta dissertação e colmatar as limitações que a mesma tem, são feitas as seguintes sugestões para estudos futuros:

- Diversificar o tamanho da amostra, pois para além das empresas do PSI, poderá ser enriquecedor explorar outras empresas que não constituam este índice;
- Expandir o período temporal do estudo para 10 anos, uma vez que dessa forma haverá maior probabilidade de existirem mudanças no número de membros relativas às variáveis acerca da Comissão de Auditoria e do Conselho de Administração ao longo do tempo, o que levará a mais variações, e por sua vez a um apuramento de um impacto positivo ou negativo, reduzindo a probabilidade de inexistência de impacto;
- Tendo em consideração que o período temporal do estudo se situou num período de pandemia COVID-19, pode ser interessante comparar este período de estudo com outro que não esteja abrangido por este contexto, de forma a verificar se a pandemia COVID-19 teve algum impacto no desempenho bolsista;
- Por fim, seria ainda proveitoso criar mais variáveis independentes para o estudo, como por exemplo o género e a experiência financeira dos membros dos Conselhos de Administração e das Comissões de Auditoria de um conjunto de empresas, para poder perceber se existe impacto das características destes mecanismos no desempenho bolsista das mesmas.

Referências Bibliográficas

- Abdallah, A. A., & Ismail, A. K. (2017). Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 46, 98-115. <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2016.08.004>
- Agarwal, S., & Singh, A. (2021). Corporate Governance: Literature Review on Agency Costs and Pieces of Evidence on Different Perspectives. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 20(2), 49-73.
- Ahmadi, A., Nakaa, N., & Bouri, A. (2018). Chief Executive Officer attributes, board structures, gender diversity and firm performance among French CAC 40 listed firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 218–226. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.083>
- Ahmed, E. R., Alabdullah, T. T. Y., Shaharudin, M. S., & Putri, E. (2020). Further evidence on the link between firm's control mechanisms and firm financial performance: Sultanate of Oman. *Journal of Governance and Integrity*, 4(1), 6-11. <https://doi.org/10.15282/jgi.4.1.2020.5607>
- Aktas, N., Andreou, P. C., Karasamani, I., & Philip, D. (2019). CEO Duality, Agency Costs, and Internal Capital Allocation Efficiency. *British Journal of Management*, 30, 473–493. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.12277>
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Ali, A., & Nasir, S. B. (2015). Impact of Board Characteristics and Audit Committee on Financial Performance: A Study of Manufacturing Sector of Pakistan. *Business Review*, 10(1), 102-114. <https://doi.org/10.54784/1990-6587.1317>
- Ali, S., Naseem, M. A., Jiang, J., Rehman, R. U., Malik, F., & Ahmad, M. I. (2022). “How” and “When” CEO Duality Matter? Case of a Developing Economy. *SAGE Open*, 1-15. <https://doi.org/10.1177/21582440221116113>
- Al-Jalahma, A. (2022). Impact of audit committee characteristics on firm performance: Evidence from Bahrain. *Problems and Perspectives in Management*, 20(1), 247-261. [http://dx.doi.org/10.21511/ppm.20\(1\).2022.21](http://dx.doi.org/10.21511/ppm.20(1).2022.21)

- Al-Matari, E. M., Al-Swidi, A. K., & Fadzil, F. H. B. (2014). Audit Committee Characteristics and Executive Committee Characteristics and Firm Performance in Oman: Empirical Study. *Asian Social Science*, 10(12), 98-113. <http://dx.doi.org/10.5539/ass.v10n12p98>
- Al-Najjar, B. (2014). Corporate governance, tourism growth and firm performance: Evidence from publicly listed tourism firms in five Middle Eastern countries. *Tourism Management*, 42, 342-351. <http://dx.doi.org/10.1016/j.tourman.2013.09.008>
- Alqatamin, R. M. (2018). Audit Committee Effectiveness and Company Performance: Evidence from Jordan. *Accounting and Finance Research*, 7(2), 48-60. <https://doi.org/10.5430/afr.v7n2p48>
- Alqatan, A., Chbib, I., & Hussainey, K. (2019). How does board structure impact on firm performance in the UK? *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 15(2), 18-27. <https://doi.org/10.22495/cbv15i2art2>
- Alshetwi, M. (2017). The Association between Board Size, Independence and Firm Performance: Evidence from Saudi Arabia. *Global Journal of Management and Business Research: D Accounting and Auditing*, 17(1), 16-28.
- Amaral-Baptista, M. A., Klotzle, M. C., & Melo, M. A. C. (2011). CEO Duality and Firm Performance in Brazil: Evidence from 2008. *Revista Pensamento Contemporâneo em Administração*, 5(1), 24-37. DOI:10.12712/rpca.v5i1.18
- Andrade, A., & Rossetti, J. P. (2004). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas.
- Antas, A. R. R. (2016). *Corporate Governance e o Desempenho das Empresas Portuguesas* (Dissertação de Mestrado, ISCTE Business School, Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/14042>
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2013). The board structure and firm performance in SMEs: Evidence from Spain. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 19(3), 127-135. <http://dx.doi.org/10.1016/j.iedee.2012.12.003>
- Arslan, M., Zaman, R., Malik, R. K., & Mehmood, A. (2014). Impact of CEO Duality and Audit Committee on Firm Performance: A Study of Oil & Gas Listed Firms of Pakistan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(17), 151-156.

- Azeez, H. A. R. A., Sukoharsono, E. G., Roekhudin, & Andayani, W. (2019). The impact of board characteristics on earnings management in the international oil and gas corporations. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), 1-26.
- Babatunde, M. A., & Olaniran, O. (2009). The effects of internal and external mechanism on governance and performance of corporate firms in Nigeria. *Corporate Ownership and Control*, 7(2), 330-344. <https://doi.org/10.22495/cocv7i2c3p1>
- Bertoldi, A. (2022). *A Codeterminação na Corporate Governance* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Gestão, Lisboa, Portugal). Disponível em <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/41536>
- Boyd, C. (1996). Ethics and Corporate Governance: The Issues Raised by the Cadbury Report in the United Kingdom. *Journal of Business Ethics*, 15(2), 167-182. DOI:10.1007/BF00705585
- Broye, G., François, A., & Moulin, Y. (2017). The cost of CEO duality: Evidence from French leadership compensation. *European Management Journal*, 35, 336-350. <http://dx.doi.org/10.1016/j.emj.2017.01.007>
- Cabrera-Suárez, M. K., & Martín-Santana, J. D. (2015). Board composition and performance in Spanish non-listed family firms: The influence of type of directors and CEO duality. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(4), 213-229. <http://dx.doi.org/10.1016/j.brq.2014.08.001>
- Cadbury, A. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee & Co. Ltd.
- Carvalho, F. D. O. (2019). *Corporate Governance nas empresas cotadas na bolsa: uma comparação entre Portugal e Brasil* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Instituto Politécnico do Porto, Porto, Portugal). Disponível em <https://recipp.ipp.pt/handle/10400.22/13277>
- Carvalho, R. M. (2022). *Deveres da Corporate Governance. Representação de Partes Interessadas no Conselho de Administração*. 1ª. ed. Lisboa: Lidel – Edições Técnicas, Lda.
- Chauhan, Y., Lakshmi, K. R., & Dey, D. K. (2016). Corporate governance practices, self-dealings, and firm performance: Evidence from India. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 274-289. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcae.2016.10.002>

- Chauhan, Y., & Dey, D. K. (2017). Do female directors really add value in Indian firms? *Journal of Multinational Financial Management*, 42–43, 24-36. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2017.10.005>
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 157-176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.006>
- Ciftci, I., Tatoglu, E., Wood, G., Demirbag, M., & Zaim, S. (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review*, 28(1), 90-103. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2018.08.004>
- CMVM. (2013). Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Código de Governo das Sociedades.
- Dakhlallah, M. M., Rashid, N., Abdullah, W. A. W., Shehab, H. J. A. (2020). Audit Committee and Tobin's Q As A Measure of Firm Performance among Jordanian Companies. *Journal of Advanced Research in Dynamical and Control Systems*, 12(1), 28-41. DOI: 10.5373/JARDCS/V12I1/20201005
- DeBoskey, D. G., Luo, Y., & Wang, J. J. (2018). Do specialized board committees impact the transparency of corporate political disclosure? Evidence from S&P 500 companies. *Research in Accounting Regulation*, 30(1), 8-19. <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2018.03.002>
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1 - 36. <https://doi.org/10.2307/4126762>
- Desender, K. A., LópezPuertas-Lamy, M., Pattitoni, P., & Petracci, B. (2020). Corporate social responsibility and cost of financing - The importance of the international corporate governance system. *Corporate Governance: An International Review*, 28(3), 207-234. <https://doi.org/10.1111/corg.12312>
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42, 689-709. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.011>
- Diacon, S. R., & O'Sullivan N. (1995). Does Corporate Governance Influence Performance? Some Evidence from U.K. Insurance Companies. *International Review of Law and Economics*, 15(4), 405-424. [https://doi.org/10.1016/0144-8188\(95\)00038-0](https://doi.org/10.1016/0144-8188(95)00038-0)

- Dibra, R. (2016). Corporate Governance Failure: The Case Of Enron And Parmalat. *European Scientific Journal*, 12(16), 283-290. <https://doi.org/10.19044/esj.2016.v12n16p283>
- Duru, A., Iyengar, R. J., & Zampelli E. M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence. *Journal of Business Research*, 69(10), 4269-4277. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.04.001>
- ElHawary, E. (2021). Audit committee effectiveness and company performance: Evidence from Egypt. *Journal of Governance and Regulation*, 10(2), 134-156. <https://doi.org/10.22495/jgrv10i2art12>
- Elvin, P., & Hamid, N. I. N. B. A. (2016). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6, 99-108.
- Fama, E. F. (1990). Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity. *The Journal of Finance*, 45(4), 1089–1108. <https://doi.org/10.2307/2328716>
- Fariha, R., Hossain, M. M., & Ghosh, R. (2022). Board characteristics, audit committee attributes and firm performance: empirical evidence from emerging economy. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 84-96. <https://doi.org/10.1108/AJAR-11-2020-0115>
- Fernandes, N. A. M. (2021). *Os Mecanismos Internos de Corporate Governance e o Colapso do Banco Espírito Santo: Uma Análise de Notícias* (Dissertação de Mestrado, Escola de Economia e Gestão, Universidade do Minho, Portugal). Disponível em <https://repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/77697>
- Field, A. (2017). *Discovering Statistics Using Ibm Spss Statistics*. 5th ed. London: SAGE Publications Ltd.
- Freihat, A. F., Farhan, A., & Shanikat, M. (2019). Do board of directors' characteristics influence firm performance? Evidence from the emerging market. *Journal of Management Information and Decision Sciences*, 22(2), 148-165.
- Gan, D., & Erikson, T. (2022). Venture governance: CEO duality and new venture performance. *Journal of Business Venturing Insights*, 17, 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2022.e00304>
- García-Meca, E., García-Sánchez, I., & Martínez-Ferrero, J. (2015). Board diversity and its effects on bank performance: An international analysis. *Journal of Banking & Finance*, 53, 202-214. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.12.002>

Ghasemi, M., & Razak, N. H. A. (2016). Does the Size of Board of Directors and Executives affect Firm Performance in Malaysian Listed Firms? *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6, 1-5.

Gomes, L. C. S. M. (2010). *Auditoria e Informação Financeira Relevante num Contexto de Crise Financeira Mundial* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Instituto Politécnico de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em <https://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/94/1/Leonor%20Gomes%20-%20Auditoria%20e%20a%20Informa%C3%A7%C3%A3o%20Financeira%20Relevante%20num%20contexto%20de%20Crise%20Financeira%20Mundial.pdf>

Gómez, J. I. M., Cortés, D. L., & Betancourt, G. G. (2017). Effect of the Board of Directors on Firm Performance. *International Journal of Economic Research*, 14(6), 349-361.

Guillet, B. D., Seo, K., Kucukusta, D., & Lee, S. (2013). CEO duality and firm performance in the U.S. restaurant industry: Moderating role of restaurant type. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 339-346. <http://dx.doi.org/10.1016/j.ijhm.2012.10.004>

Haan, S. C. (2022). Corporate Governance and the Feminization of Capital. *Stanford Law Review*, 74, 515-602.

Harlow, L.L. (2014). *The Essence of Multivariate Thinking: Basic Themes and Methods* 2nd ed. Abingdon: Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315832746>

Hassan, M. K., Houston, R., Karim, M. S., & Sabit, A. (2023). CEO duality and firm performance during the 2020 coronavirus outbreak. *The Journal of Economic Asymmetries*, 27, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2022.e00278>

Hermuningsih, S., Kusuma, H., & Cahyarifida, R. A. (2020). Corporate Governance and Firm Performance: An Empirical Study from Indonesian Manufacturing Firms. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(11), 827-834. doi:10.13106/jafeb.2020.vol7.no11.827

Hsu, S., Lin, S., Chen, W., & Huang, J. (2021). CEO duality, information costs, and firm performance. *North American Journal of Economics and Finance*, 55, 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101011>

Iglesias, T. M. G., Silva, T. D., Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2022). Reflections of Corporate Governance on pay-performance sensitivity: A new perspective. *Revista de Administração Mackenzie*, 23(1), 1-26. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF220088>

Código de Governo das Sociedades 2018. (2018). *Instituto Português de Corporate Governance*. ISBN 978-972-99974-6-4.

Iqbal, J., Strobl, S., & Vähämaa, S. (2015). Corporate governance and the systemic risk of financial institutions. *Journal of Economics and Business*, 82, 42-61. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jeconbus.2015.06.001>

Jakpar, S., Tinggi, M., Hui, T. K., Johari, A., & Myint, K. T. (2019). Analysis of Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *International Journal of Business and Social Science*, 10(1), 118-133. doi:10.30845/ijbss.v10n1p14

Javeed, S. A., Ong, T. S., Latief, R., Muhamad, H., & Soh, W. N. (2021). Conceptualizing the Moderating Role of CEO Power and Ownership Concentration in the Relationship between Audit Committee and Firm Performance: Empirical Evidence from Pakistan. *Sustainability*, 13, 1-26. <https://doi.org/10.3390/su13116329>

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1994). The Nature of Man. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), 4-19. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.1994.tb00401.x>

John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 371-403. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00005-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00005-3)

Jwailles, A. R. (2021). The Effect of Board Independence, Board Size, and CEO Duality on Jordanian Firm Performance. *Journal of Advance Research in Business Management and Accounting*, 7(8), 12-20. <https://doi.org/10.53555/nnbma.v7i8.1027>

Kanakriyah, R. (2021). The Impact of Board of Directors' Characteristics on Firm Performance: A Case Study in Jordan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 341-350. doi:10.13106/jafeb.2021.vol8.no3.0341

Karim, K., Lee, E., & Suh S. (2018). Corporate social responsibility and CEO compensation structure. *Advances in Accounting*, 40, 27-41. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.11.002>

Kastiel, K. (2021). Lucian Bebchuk and the Study of Corporate Governance. *The University of Chicago Law Review*, 88(7), 1689-1713. <https://www.jstor.org/stable/27073960>

- Khatab, H., Masood, M., Zaman, K., Saleem, S., & Saeed, B. (2011). Corporate Governance and Firm Performance: A Case study of Karachi Stock Market. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(1), 39-43. DOI: 10.7763/IJTEF.2011.V2.76
- Klein, L. R. (1983). *The economics of supply and demand*. Baltimore, Md.: Johns Hopkins University Press.
- Kothari, C. R. (2004). *Research Methodology: Methods & Techniques*. New Age International Publishers.
- La Porta, R., Florencio Lopez-de-Silanes, & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3 - 27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>
- Larcker, D., & Tayan, B. (2015). *Corporate Governance Matters: A Closer Look at Organizational Choices and Their Consequences*. Old Tappan, New Jersey: Pearson Education, Inc.
- Licht, A. N. (2014). Culture and Law in Corporate Governance. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 247/2014. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2405538>
- Liu, Y., Miletkov, M. K., Wei, Z., & Yang, T. (2015). Board independence and firm performance in China. *Journal of Corporate Finance*, 30, 223-244. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.12.004>
- Lund, D. S., & Pollman, E. (2022). The Corporate Governance Machine. Columbia Law Review, 121. European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 564/2021. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3775846>
- Marques, M. C. C. (2007). Aplicação dos Princípios da Governança Corporativa ao Sector Público. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(2), 11 - 26. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552007000200002>

- Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), 156-172. [https://doi.org/10.1016/S1815-5669\(10\)70033-3](https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70033-3)
- Matias, M. C. S. A. (2016). *Influência das Características de Corporate Governance na Performance das Empresas Cotadas na Euronext* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, Coimbra, Portugal). Disponível em <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/16633>
- Miążek, R. (2021). Corporate governance in state-owned enterprises. A systematic literature review: an international perspective. *International Journal of Contemporary Management*, 57(4), 1-13. <https://doi.org/10.2478/ijcm-2021-0011>
- Monteiro, T. C. (2019). *Governo das Sociedades em Portugal. Estudo sobre as empresas que compõem o PSI-20* (Dissertação de Mestrado, Católica Porto Business School, Universidade Católica Portuguesa, Porto, Portugal). Disponível em <https://repositorio.ucp.pt/handle/10400.14/28578>
- Moreira, J. M., Gonçalves, H., & Oliveira, G. A. (2004). Corporate Governance em Portugal. Disponível em: http://www.ujaen.es/huesped/xiiconfe/Comunicaciones/Jose_Manuel_Moreira_y_otros.pdf
- Nassiff, E., & Souza, C. L. (2013). Conflitos de Agência e Governança Corporativa. *Caderno*, 7(1), 1-20.
- Nawafly, A. T., & Alarussi, A. S. (2016). Impact of Board's Characteristics, Audit Committee Characteristics Over Firm Performance. *International Conference on Accounting Studies. Proceedings of the International Conference on Accounting Studies (ICAS)*, 29-34.
- OCDE. (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. <https://doi.org/10.1787/9789264064980-pt>
- OCDE. (2016). Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE. <https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>
- O'Hare, J. (2022). Don't Forget the 'G' in ESG: The SEC and Corporate Governance Disclosure. 64 *Ariz. L. Rev.* 217.

Oliveira, M. A. B. (2021). *Corporate Governance e Desempenho das Empresas de Seguros em Portugal* (Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto, Portugal). Disponível em <https://recipp.ipp.pt/handle/10400.22/19120>

Paiva, T. J. T. (2013). *A Influência dos Conflitos de Agência no Perfil de Risco e Endividamento das Empresas Brasileiras do Mercado de Construção* (Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, Brasil). Disponível em <https://repositorio.ufc.br/handle/riufc/9533?mode=full>

Pearce II, J. A., & Patel, P. C. (2018). Board of director efficacy and firm performance variability. *Long Range Planning*, 51(6), 911-926. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2017.12.001>

Pires, A. I. M. (2008). *Impacto da Lei Sarbanes-Oxley no Sistema de Controlo Interno das Empresas Cotadas nos EUA - O Caso Português* (Dissertação de Mestrado, Universidade Aberta/Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, Lisboa, Portugal). Disponível em <https://repositorioaberto.uab.pt/handle/10400.2/586>

Qadorah, A. A. M., & Fadzil, F. H. B. (2018). The Relationship Between Board Size and CEO Duality and Firm Performance: Evidence from Jordan. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 3(3), 16-20. <https://doi.org/10.11648/j.ijafrm.20180303.11>

Quaresma, A. L. (2007). *Modelos de Corporate Governance - Sua Influência no Alcance da Performance Bolsista das Empresas* (Dissertação de Mestrado, Universidade Autónoma de Lisboa, Lisboa, Portugal).

Qureshi, S. A., Ahmad, M. M., Zafar, S., & Iqbal, Z. (2022). Investigating the Impact of Board Effectiveness on Firm Performance: A Case of the Non-Financial Sector of Pakistan. *Pakistan Journal of Social Sciences*, 42(4), 731-742.

Rahman, M. M., Meah, M. R., & Chaudhory, N. U. (2019). The Impact of Audit Characteristics on Firm Performance: An Empirical Study from an Emerging Economy. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 6(1), 59-69. doi:10.13106/jafeb.2019.vol6.no1.59

Relatórios de Governo Societário: ALTRI, SGPS, S.A., BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A., CORTICEIRA AMORIM, CTT CORREIOS DE PORT., EDP ENERGIAS, SGPS, S.A., EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A., GALP ENERGIA, SGPS, S.A., GREENVOLT – ENERGIAS RENOVÁVEIS, S.A., IBERSOL, SGPS, S.A., JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A., MOTA-ENGIL, NOS, SGPS, S.A., PHAROL, SGPS, S.A., RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A., REN, SEMAPA, SONAE, THE

NAVIGATOR COMP. (2019-2021). Disponível em https://web3.cmvvm.pt/sdi/emitentes/rel_govsoc.cfm (Acedido a 14/10/2022).

Relatórios e Contas: ALTRI, SGPS, S.A., BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A., CORTICEIRA AMORIM, CTT CORREIOS DE PORT., EDP ENERGIAS, SGPS, S.A., EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A., GALP ENERGIA, SGPS, S.A., GREENVOLT – ENERGIAS RENOVÁVEIS, S.A., IBERSOL, SGPS, S.A., JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A., MOTA-ENGIL, NOS, SGPS, S.A., PHAROL, SGPS, S.A., RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A., REN, SEMAPA, SONAE, THE NAVIGATOR COMP. (2019-2021). Disponível em <https://cgov.pt/base-de-dados> (Acedido a 15/10/2022).

Rente, M. V. C. S. (2018). *Análise da relação entre os mecanismos de Corporate Governance e o desempenho da Empresa o caso do setor mobiliário português* (Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, Portugal). Disponível em https://sigarra.up.pt/fep/pt/pub_geral.show_file?pi_doc_id=178014

Rodrigues, J. (2009), *Corporate Governance: Retomar a Confiança Perdida*, Lisboa: Escolar Editora.

Roe, M. J. (2004). The inevitable instability of American Corporate Governance. Restoring Trust in American Business (American Academy of Arts and Sciences eds.) Harvard Law and Economics Discussion Paper, 493. doi:10.2139/ssrn.615561

Romano, M., Cirillo, A., Favino, C., & Netti, A. (2020). ESG (Environmental, Social and Governance) Performance and Board Gender Diversity: The Moderating Role of CEO Duality. *Sustainability*, 12(21), 1-16. <https://doi.org/10.3390/su12219298>

Rutledge, R. W., Karim, K. E., & Lu, S. (2016). The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity. *Journal of Applied Business and Economics*, 18(2), 49-71.

Saha, N. K., Moutushi, R. H., & Salauddin, M. (2018). Corporate Governance and Firm Performance: The Role of the Board and Audit Committee. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 10(1), 210-225. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v10i1.12933>

Samra, E. (2016). Corporate Governance in Islamic Financial Institutions. Law School International Immersion Program Papers, 22.

Sánchez, L. P., & Barroso-Castro, C. (2015). It is useful to consider the interlocks according to the type of board member (executive or non-executive) who possesses them? Their effect on firm performance. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, 24(3), 130-137. <http://dx.doi.org/10.1016/j.redee.2015.04.001>

Schmidt, R. H. (1997). Corporate Governance: The Role of Other Constituencies. In A. Pezard, & J.-M. Thiveaud (Eds.), *Corporate Governance, Les perspectives Internationales* (pp. 61-74). Montchrestien.

Shimakura, S. E. (2006). *Correlação*. In CE003 - Estatística II. Paraná: Dep. de Estatística – UFPR, 71-78. Disponível em: <http://leg.ufpr.br/~silvia/>. Acedido a 30/11/2022.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

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

Silva, A. G., & Junior, A. R. (2008). Os impactos na atividade de auditoria independente com a introdução da Lei Sarbanes-Oxley. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(48), 112-127. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000300010>

Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10, 57-71.

Song, W., & Wan, K. (2019). Does CEO compensation reflect managerial ability or managerial power? Evidence from the compensation of powerful CEOs. *Journal of Corporate Finance*, 56, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.11.009>

Tornyeva, K., & Wereko, T. (2012). Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from the Insurance Sector of Ghana. *European Journal of Business and Management*, 4(13), 95-112.

Uribe-Bohorquez, M., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. (2018). Board independence and firm performance: The moderating effect of institutional context. *Journal of Business Research*, 88, 28-43. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.03.005>

Witte, R. S. & Witte, J. S. (2017). *Statistics*. 11th ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

- Xie, B., Davidson III, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295-316. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00006-8](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00006-8)
- Yan, C. C., Hui, Y. Z., & Xin, L. (2021). The relationship between board size and firm performance. *E3S Web of Conferences*, 257, 1-6. <https://doi.org/10.1051/e3sconf/202125702079>
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking & Finance*, 49, 534-552. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.008>
- Yusoff, W. F. W., & Alhaji, I. A. (2012). Corporate Governance and Firm Performance of Listed Companies in Malaysia. *Trends and Development in Management Studies*, 1(1), 43-65.
- Zakaria, Z., Purhanudin, N., & Palanimally, Y. R. (2014). Board Governance and Firm Performance: A Panel Data Analysis. *Journal of Business Law and Ethics*, 2(1), 1-12.
- Zakaria, A. (2018). The Influence of the Audit Committee and the Remuneration Committee on Company Performance. *International Conference on Islamic Finance, Economics and Business*, KnE Social Sciences, 18-32. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i8.2498>
- Zattoni, A. & Judge, W. (2012). *Corporate Governance and Initial Public Offerings: An International Perspective*. New York: Cambridge University Press.
- Zehri, F., & Zgarni, I. (2020). Internal and external corporate governance mechanisms and earnings management: an international perspective. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 19(1), 33-64. DOI:10.24818/jamis.2020.01002
- Zhou, H., Owusu-Ansah, S. & Maggina, A. (2018). Board of directors, audit committee, and firm performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 20-36. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.03.002>

ANEXOS

ANEXO I. Fórmula de cálculo do Valor Contabilístico das empresas

O valor contabilístico das empresas do PSI foi obtido através do seguinte quociente:

$$\text{Valor Contabilístico} = \frac{\text{Capitais Próprios}}{\text{Número de ações em circulação}}$$

ANEXO II. Composição do Conselho de Administração das empresas do PSI no ano de 2019

NOME EMITENTE	Ano 2019				
	Nº DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Nº DE MEMBROS EXECUTIVOS	Nº DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS	Nº DE MEMBROS INDEPENDENTES	SEPARAÇÃO DE PODERES
ALTRI, SGPS, S.A.	7	4	3	1	NÃO
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A.	17	6	11	5	SIM
CORTICEIRA AMORIM	6	3	3	0	NÃO
CITC CORREIOS DE PORT.	14	5	9	7	SIM
EDP ENERGIAS, SGPS, S.A.	30	9	21	11	NÃO
EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A.	17	5	12	6	SIM
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	19	7	12	5	SIM
IBERSOL, SGPS, S.A.	3	2	1	1	NÃO
JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.	10	1	9	6	NÃO
MOTA-ENGIL	21	9	12	7	SIM
NOS, SGPS, S.A.	17	6	11	0	SIM
NOVABASE, SGPS, S.A.	9	5	4	0	SIM
PHAROL, SGPS, S.A.	9	3	6	6	NÃO
RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	5	4	1	0	NÃO
REN	13	3	10	5	NÃO
SEMAPA	13	3	10	1	SIM
SONAE	10	2	8	4	SIM
THE NAVIGATOR COMP.	13	5	8	3	SIM

ANEXO III. Composição do Conselho de Administração das empresas do PSI no ano de 2020

NOME EMITENTE	Ano 2020				
	Nº DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Nº DE MEMBROS EXECUTIVOS	Nº DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS	Nº DE MEMBROS INDEPENDENTES	SEPARAÇÃO DE PODERES
ALTRI, SGPS, S.A.	12	3	9	4	SIM
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A.	17	6	11	5	SIM
CORTICEIRA AMORIM	6	3	3	0	NÃO
CTT CORREIOS DE PORT.	15	5	10	7	SIM
EDP ENERGIAS, SGPS, S.A.	30	9	21	11	SIM
EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A.	15	5	10	6	SIM
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	19	7	12	5	SIM
IBERSOL, SGPS, S.A.	3	2	1	1	NÃO
JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.	10	1	9	6	NÃO
MOTA-ENGIL	21	8	13	7	SIM
NOS, SGPS, S.A.	17	6	11	1	SIM
NOVABASE, SGPS, S.A.	9	5	4	0	SIM
PHAROL, SGPS, S.A.	6	2	4	4	NÃO
RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	6	4	2	1	NÃO
REN	13	3	10	5	NÃO
SEMAPA	11	3	8	1	SIM
SONAE	10	2	8	4	SIM
THE NAVIGATOR COMP.	14	6	8	3	SIM

ANEXO IV. Composição do Conselho de Administração das empresas do PSI no ano de 2021

NOME EMITENTE	Ano 2021				
	Nº DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	Nº DE MEMBROS EXECUTIVOS	Nº DE MEMBROS NÃO EXECUTIVOS	Nº DE MEMBROS INDEPENDENTES	SEPARAÇÃO DE PODERES
ALTRI, SGPS, S.A.	12	3	9	3	SIM
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A.	17	6	11	5	SIM
CORTICEIRA AMORIM	10	4	6	4	NÃO
CTT CORREIOS DE PORT.	14	5	9	6	SIM
EDP ENERGIAS, SGPS, S.A.	21	5	16	9	SIM
EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A.	12	2	10	6	SIM
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	19	6	13	6	SIM
GREENVOLT - ENERGIAS RENOVÁVEIS, S.A.	11	1	10	4	SIM
IBERSOL, SGPS, S.A.	5	2	3	2	NÃO
JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.	10	1	9	6	NÃO
MOTA-ENGIL	14	5	9	4	SIM
NOS, SGPS, S.A.	17	7	10	1	SIM
NOVABASE, SGPS, S.A.	8	2	6	0	NÃO
PHAROL, SGPS, S.A.	6	3	3	3	NÃO
RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	6	4	2	0	NÃO
REN	14	3	11	6	NÃO
SEMAPA	11	3	8	1	SIM
SONAE	10	2	8	4	SIM
THE NAVIGATOR COMP.	14	6	8	3	SIM

ANEXO V. Apresentação dos resultados da variável CAU nos anos 2019, 2020 e 2021

CAU (%)	2019	2020	2021
ALTR	42,86	25	25
BCP	23,53	23,53	23,53
COR	50	50	40
CTT	21,43	20	21,43
EDP	16,67	16,67	14,29
EDPR	17,65	20	25
GALP	15,79	15,79	15,79
GVOLT			27,27
IBS	100	100	60
JMT	30	30	30
EGL	14,29	14,29	21,43
NOS	29,41	29,41	29,41
NBA	33,33	33,33	37,5
PHR	33,33	50	50
RAM	60	50	50
REN	23,08	23,08	21,43
SEM	23,08	27,27	27,27
SON	70	70	70
NVG	23,08	21,43	21,43

ANEXO VI. Apresentação dos resultados da variável TAMCA nos anos 2019, 2020 e 2021

TAMCA (Nº)	2019	2020	2021
ALTR	7	12	12
BCP	17	17	17
COR	6	6	10
CTT	14	15	14
EDP	30	30	21
EDPR	17	15	12
GALP	19	19	19
GVOLT			11
IBS	3	3	5
JMT	10	10	10
EGL	21	21	14
NOS	17	17	17
NBA	9	9	8
PHR	9	6	6
RAM	5	6	6
REN	13	13	14
SEM	13	11	11
SON	10	10	10
NVG	13	14	14

ANEXO VII. Apresentação dos resultados da variável EXECA nos anos 2019, 2020 e 2021

EXECA (%)	2019	2020	2021
ALTR	57,14	25	25
BCP	35,29	35,29	35,29
COR	50	50	40
CTT	35,71	33,33	35,71
EDP	30	30	23,81
EDPR	29,41	33,33	16,67
GALP	36,84	36,84	31,58
GVOLT			9,09
IBS	66,67	66,67	40
JMT	10	10	10
EGL	42,86	38,10	35,71
NOS	35,29	35,29	41,18
NBA	55,56	55,56	25
PHR	33,33	33,33	50
RAM	80	66,67	50
REN	23,08	23,08	21,43
SEM	23,08	27,27	27,27
SON	20	20	20
NVG	38,46	42,86	42,86

ANEXO VIII. Apresentação dos resultados da variável INDCA nos anos 2019, 2020 e 2021

INDCA (%)	2019	2020	2021
ALTR	14,29	33,33	25
BCP	29,41	29,41	29,41
COR	0	0	40
CTT	50	46,67	42,86
EDP	36,67	36,67	42,86
EDPR	35,29	40	50
GALP	26,32	26,32	31,58
GVOLT			36,36
IBS	33,33	33,33	40
JMT	60	60	60
EGL	33,33	33,33	28,57
NOS	0	5,88	5,88
NBA	0	0	0
PHR	66,67	66,67	50
RAM	0	16,67	0
REN	38,46	38,46	42,86
SEM	7,69	9,09	9,09
SON	40	40	40
NVG	23,08	21,43	21,43

ANEXO IX. Apresentação dos resultados da variável CEOCHA nos anos 2019, 2020 e 2021

CEOCHA	2019	2020	2021
ALTR	0	1	1
BCP	1	1	1
COR	0	0	0
CTT	1	1	1
EDP	0	1	1
EDPR	1	1	1
GALP	1	1	1
GVOLT			1
IBS	0	0	0
JMT	0	0	0
EGL	1	1	1
NOS	1	1	1
NBA	1	1	0
PHR	0	0	0
RAM	0	0	0
REN	0	0	0
SEM	1	1	1
SON	1	1	1
NVG	1	1	1

ANEXO X. Verificação de separação de poderes que existe nos Conselhos de Administração das empresas do PSI de 2019 a 2021

NOME EMITENTE	SEPARAÇÃO DE PODERES 2019	SEPARAÇÃO DE PODERES 2020	SEPARAÇÃO DE PODERES 2021
ALTRI, SGPS, S.A.	NÃO	SIM	SIM
BANCO COMERCIAL PORTUGUÊS, S.A.	SIM	SIM	SIM
CORTICEIRA AMORIM	NÃO	NÃO	NÃO
CTT CORREIOS DE PORT.	SIM	SIM	SIM
EDP ENERGIAS, SGPS, S.A.	NÃO	SIM	SIM
EDP RENOVÁVEIS, SGPS, S.A.	SIM	SIM	SIM
GALP ENERGIA, SGPS, S.A.	SIM	SIM	SIM
GREENVOLT - ENERGIAS RENOVÁVEIS, S.A.			SIM
IBERSOL, SGPS, S.A.	NÃO	NÃO	NÃO
JERÓNIMO MARTINS, SGPS, S.A.	NÃO	NÃO	NÃO
MOTA-ENGIL	SIM	SIM	SIM
NOS, SGPS, S.A.	SIM	SIM	SIM
NOVABASE, SGPS, S.A.	SIM	SIM	NÃO
PHAROL, SGPS, S.A.	NÃO	NÃO	NÃO
RAMADA INVESTIMENTOS E INDÚSTRIA, S.A.	NÃO	NÃO	NÃO
REN	NÃO	NÃO	NÃO
SEMAPA	SIM	SIM	SIM
SONAE	SIM	SIM	SIM
THE NAVIGATOR COMP.	SIM	SIM	SIM

ANEXO XI. Dados recolhidos para obtenção do PBV no ano de 2019

31/12/2019	Cotação em bolsa da ação	Capitais Próprios	Nº de ações	Valor Contabilístico da empresa por ação	PBV
ALTR	4,01 €	466 042 935,00 €	205 131 672,00	2,27 €	1,77
BCP	0,20 €	7 381 254,00 €	15 113 989 952,00	0,0005 €	409,52
COR	11,30 €	539 543,00 €	133 000 000,00	0,004 €	2785,51
CTT	3,19 €	131 414 932,00 €	150 000 000,00	0,88 €	3,64
EDP	3,78 €	12 632 013,00 €	3 656 537 715,00	0,003 €	1094,18
EDPR	10,36 €	8 334 700,00 €	872 308 162,00	0,01 €	1084,28
GALP	14,90 €	5 657,00 €	829 250 635,00	0,00001 €	2184167,3
GVOLT					
IBS	7,49 €	214 228 476,00 €	36 000 000,00	5,95 €	1,26
JMT	14,67 €	2 228 908,00 €	629 293 220,00	0,004 €	4141,82
EGL	1,84 €	328 030,00 €	237 505 141,00	0,001 €	1332,22
NOS	4,80 €	1 012 322,00 €	515 161 380,00	0,002 €	2442,68
NBA	2,58 €	87 620,00 €	31 401 394,00	0,003 €	924,62
PHR	0,10 €	131 546 335,00 €	896 512 500,00	0,15 €	0,68
RAM	5,84 €	122 765 432,00 €	25 641 459,00	4,79 €	1,22
REN	2,72 €	1 446 144,00 €	667 191 262,00	0,002 €	1254,90
SEM	13,72 €	1 261 718 924,00 €	81 270 000,00	15,53 €	0,88
SON	0,91 €	3 106 563 542,00 €	2 000 000 000,00	1,55 €	0,59
NVG	3,59 €	1 027 419 095,00 €	717 500 000,00	1,43 €	2,51

ANEXO XII. Dados recolhidos para obtenção do PBV no ano de 2020

31/12/2020	Cotação em bolsa da ação	Capitais Próprios	Nº de ações	Valor Contabilístico da empresa por ação	PBV
ALTR	3,64 €	445 320 909,00 €	205 131 672,00	2,17 €	1,68
BCP	0,12 €	7 386 270,00 €	15 113 989 952,00	0,0005 €	245,55
COR	11,60 €	576 656,00 €	133 000 000,00	0,004 €	2675,43
CTT	2,35 €	150 275 094,00 €	150 000 000,00	1,00 €	2,35
EDP	5,16 €	13 078 409,00 €	3 965 681 012,00	0,003 €	1564,63
EDPR	22,50 €	8 623 831,00 €	872 308 162,00	0,01 €	2275,89
GALP	8,75 €	4 100,00 €	829 250 635,00	0,000005 €	1769742,2
GVOLT					
IBS	5,06 €	156 405 905,00 €	36 000 000,00	4,34 €	1,16
JMT	13,82 €	2 257 191,00 €	629 293 220,00	0,004 €	3852,94
EGL	1,34 €	146 012,00 €	237 505 141,00	0,001 €	2179,66
NOS	2,86 €	956 234,00 €	515 161 380,00	0,002 €	1540,80
NBA	3,21 €	67 096,00 €	31 401 394,00	0,002 €	1502,30
PHR	0,12 €	165 372 593,00 €	896 512 500,00	0,18 €	0,65
RAM	4,80 €	129 749 673,00 €	25 641 459,00	5,06 €	0,95
REN	2,37 €	1 407 700,00 €	667 191 262,00	0,002 €	1123,28
SEM	9,00 €	1 207 976 603,00 €	81 270 000,00	14,86 €	0,61
SON	0,66 €	2 439 852 346,00 €	2 000 000 000,00	1,22 €	0,54
NVG	2,50 €	1 026 201 689,00 €	717 500 000,00	1,43 €	1,75

ANEXO XIII. Dados recolhidos para obtenção do PBV no ano de 2021

31/12/2021	Cotação em bolsa da ação	Capitais Próprios	Nº de ações	Valor Contabilístico da empresa por ação	PBV
ALTR	3,96 €	723 539 883,00 €	205 131 672,00	3,53 €	1,12
BCP	0,14 €	7 062 057,00 €	15 113 989 952,00	0,0005 €	301,55
COR	11,28 €	623 283,00 €	133 000 000,00	0,005 €	2407,00
CTT	4,56 €	174 546 069,00 €	150 000 000,00	1,16 €	3,91
EDP	4,83 €	13 977 565,00 €	3 965 681 012,00	0,004 €	1370,92
EDPR	21,61 €	10 174 907,00 €	960 558 162,00	0,01 €	2040,08
GALP	8,52 €	3 970,00 €	829 250 635,00	0,000005 €	1779651,2
GVOLT	6,21 €	350 365 939,00 €	121 376 470,00	2,89 €	2,15
IBS	5,18 €	228 663 582,00 €	46 000 000,00	4,97 €	1,04
JMT	20,10 €	2 532 000,00 €	629 293 220,00	0,004 €	4995,57
EGL	1,26 €	449 909,00 €	306 775 950,00	0,001 €	855,90
NOS	3,41 €	963 000,00 €	515 161 380,00	0,002 €	1824,20
NBA	5,12 €	75 949,00 €	31 401 394,00	0,002 €	2116,88
PHR	0,08 €	91 944 270,00 €	896 512 500,00	0,10 €	0,73
RAM	7,08 €	129 527 626,00 €	25 641 459,00	5,05 €	1,40
REN	2,55 €	1 409 830,00 €	667 191 262,00	0,002 €	1204,40
SEM	11,70 €	1 345 427 437,00 €	81 270 000,00	16,56 €	0,71
SON	1,00 €	3 145 394 517,00 €	2 000 000 000,00	1,57 €	0,64
NVG	3,35 €	1 045 114 080,00 €	711 183 069,00	1,47 €	2,28

ANEXO XIV. Quadro resumo das variáveis independentes e da variável dependente das empresas da amostra

Código	Ano	CAU	TAMCA	EXECA	INDCA	CEOCHA	PBV
ALTR	2019	0,43	7	0,57	0,14	0	1,77
ALTR	2020	0,25	12	0,25	0,33	1	1,68
ALTR	2021	0,25	12	0,25	0,25	1	1,12
BCP	2019	0,24	17	0,35	0,29	1	409,52
BCP	2020	0,24	17	0,35	0,29	1	245,55
BCP	2021	0,24	17	0,35	0,29	1	301,55
COR	2019	0,5	6	0,5	0	0	2785,51
COR	2020	0,5	6	0,5	0	0	2675,43
COR	2021	0,4	10	0,4	0,4	0	2407,00
CTT	2019	0,21	14	0,36	0,5	1	3,64
CTT	2020	0,2	15	0,33	0,47	1	2,35
CTT	2021	0,21	14	0,36	0,43	1	3,91
EDP	2019	0,17	30	0,3	0,37	0	1094,18
EDP	2020	0,17	30	0,3	0,37	1	1564,63
EDP	2021	0,14	21	0,24	0,43	1	1370,92
EDPR	2019	0,18	17	0,29	0,35	1	1084,28
EDPR	2020	0,2	15	0,33	0,4	1	2275,89
EDPR	2021	0,25	12	0,17	0,5	1	2040,08
GALP	2019	0,16	19	0,37	0,26	1	2184167
GALP	2020	0,16	19	0,37	0,26	1	1769742
GALP	2021	0,16	19	0,32	0,32	1	1779651
GVOLT	2019						
GVOLT	2020						
GVOLT	2021	0,27	11	0,09	0,36	1	2,15
IBS	2019	1	3	0,67	0,33	0	1,26
IBS	2020	1	3	0,67	0,33	0	1,16
IBS	2021	0,6	5	0,4	0,4	0	1,04
JMT	2019	0,3	10	0,1	0,6	0	4141,82
JMT	2020	0,3	10	0,1	0,6	0	3852,94
JMT	2021	0,3	10	0,1	0,6	0	4995,57

EGL	2019	0,14	21	0,43	0,33	1	1332,22
EGL	2020	0,14	21	0,38	0,33	1	2179,66
EGL	2021	0,21	14	0,36	0,29	1	855,90
NOS	2019	0,29	17	0,35	0	1	2442,68
NOS	2020	0,29	17	0,35	0,06	1	1540,80
NOS	2021	0,29	17	0,41	0,06	1	1824,20
NBA	2019	0,33	9	0,56	0	1	924,62
NBA	2020	0,33	9	0,56	0	1	1502,30
NBA	2021	0,38	8	0,25	0	0	2116,88
PHR	2019	0,33	9	0,33	0,67	0	0,68
PHR	2020	0,5	6	0,33	0,67	0	0,65
PHR	2021	0,5	6	0,5	0,5	0	0,73
RAM	2019	0,6	5	0,8	0	0	1,22
RAM	2020	0,5	6	0,67	0,17	0	0,95
RAM	2021	0,5	6	0,5	0	0	1,40
REN	2019	0,23	13	0,23	0,38	0	1254,90
REN	2020	0,23	13	0,23	0,38	0	1123,28
REN	2021	0,21	14	0,21	0,43	0	1204,40
SEM	2019	0,23	13	0,23	0,08	1	0,88
SEM	2020	0,27	11	0,27	0,09	1	0,61
SEM	2021	0,27	11	0,27	0,09	1	0,71
SON	2019	0,7	10	0,2	0,4	1	0,59
SON	2020	0,7	10	0,2	0,4	1	0,54
SON	2021	0,7	10	0,2	0,4	1	0,64
NVG	2019	0,23	13	0,38	0,23	1	2,51
NVG	2020	0,21	14	0,43	0,21	1	1,75
NVG	2021	0,21	14	0,43	0,21	1	2,28