



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Eurica Sandrina dos Santos da Silva

**O Nível de Risco e a Qualidade de Governo das
Sociedades: Estudo Aplicado às Empresas do PSI-20 e
do IBEX 35**



**Instituto Superior
de Contabilidade
e Administração**

Politécnico de Coimbra

Eurica Sandrina dos Santos da Silva

**O Nível de Risco e a Qualidade de Governo das Sociedades:
Estudo Aplicado às Empresas do PSI-20 e
IBEX 35**

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial**, realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria João da Silva Jorge e co-orientação da Professora Doutora Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis.

Coimbra, abril de 2022

TERMO DE RESPONSABILIDADE

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido a outra Instituição de ensino superior para obtenção de um grau acadêmico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas e que tenho consciência de que o plágio constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

PENSAMENTO

“Nas grandes batalhas da vida, o primeiro passo para a vitória é o desejo de vencer”.

(Mahatma Gandhi)

AGRADECIMENTOS

A realização deste trabalho não teria sido possível sem a ajuda de algumas pessoas. Começo por manifestar os mais sinceros agradecimentos à Professora Doutora Maria João da Silva Jorge, na qualidade de orientadora, por todas as indicações dadas ao longo deste percurso, pela sua disponibilidade e transmissão de conhecimentos. À Professora Doutora Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis, que como co-orientadora apoiou a realização desta árdua tarefa com as suas sugestões e ensinamentos.

À minha entidade patronal, pela flexibilidade concedida para finalizar este trabalho.

Aos meus amigos, pelo incentivo e força que me foram dando.

Agradeço ao Luís, por todo o amor, paciência, e ajuda nos momentos mais difíceis.

Por fim, ao meu Pai, que apesar de não estar presente fisicamente, continua a ser a minha inspiração. A ele sou eternamente grata pela educação, carinho e apoio que sempre me deu.

RESUMO

Este estudo tem como objetivo analisar a qualidade de Governo das Sociedades e a sua relação com o nível de risco das empresas. A minimização do risco é considerada uma componente fulcral para a boa gestão das empresas. Assim, o Governo das Sociedades procura, através de um conjunto de mecanismos, ajudar na gestão e mitigação do risco com vista a criar valor para os seus acionistas. A qualidade de governo é medida através de diversos índices criados por instituições especializadas que procuram dar resposta às exigências dos investidores, ajudando-os a tomar as melhores decisões de investimento.

Foi considerada uma amostra de 42 empresas não financeiras cotadas no principal índice português (PSI-20) e no principal índice espanhol (IBEX 35). De forma a determinar a qualidade de Governo das Sociedades das empresas em estudo foram recolhidos dados do índice ASSET4. Para o cálculo do risco foram analisadas as cotações diárias das ações de cada uma das empresas ao longo do ano de 2019.

Os resultados obtidos não permitiram validar a hipótese em estudo de que as empresas com índices de governo mais elevados eram as que apresentavam níveis mais baixos de risco. Constatou-se que as variáveis que mais influenciam a variável risco são a performance financeira e o nível de endividamento. Quanto à dimensão e ao crescimento, também não se verificou uma relação significativa com a variável dependente.

Palavras-chave: Governo das Sociedades, Risco, Índice de Governo, ASSET4.

ABSTRACT

This study aims to analyze the quality of Corporate Governance and its relationship with the risk level of companies. Risk minimization is considered a key component for the good management of companies. Thus, the Corporate Governance seeks, through a set of mechanisms, to help in the management and mitigation of risk with a view to creating value for its shareholders. The quality of government is measured through various indices created by specialized institutions that seek to respond to the demands of investors, helping them to make the best investment decisions.

A sample of 42 non-financial companies listed in the main Portuguese index (PSI-20) and in the main Spanish index (IBEX 35) was considered. In order to determine the quality of Corporate Governance of the companies under study, data from the ASSET4 index were collected. To calculate the risk, the daily quotations of the shares of each of the companies were analyzed and their standard deviation was verified.

The results obtained did not allow us to validate the hypothesis under study that companies with higher government indices were those with lower levels of risk. It was found that the variables that most influence the risk variable are financial performance and leverage. As for size and growth, there was also no significant relationship with the dependent variable.

Keywords: Corporate Governance, Risk, Governance Index, ASSET4.

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO	1
1 O Governo das Sociedades	3
1.1 Enquadramento	3
1.1.1 Conceito e Importância	3
1.1.2 Mecanismos de Governo	5
1.2 Principais Sistemas de Governo das Sociedades	8
1.3 Evolução da Regulamentação	11
1.3.1 A nível internacional.....	11
1.3.2 Em Portugal	14
1.3.3 Em Espanha	18
1.4 Evolução dos estudos empíricos sobre o Governo das Sociedades	20
1.4.1 Primeira geração de estudos sobre Governo das Sociedades	21
1.4.2 Segunda geração de estudos sobre Governo das Sociedades	23
1.4.3 Terceira geração de estudos sobre Governo das Sociedades	24
1.5 O Risco no Governo das Sociedades	27
2 Metodologia de Investigação	31
2.1 Composição e caracterização da amostra.....	31
2.2 Recolha de dados.....	32
2.3 Definição das variáveis	33
2.4 O índice de Governo das Sociedades	34
2.5 Desenvolvimento da hipótese	37
2.6 Formulação do modelo.....	38
3 Análise dos Resultados	40
3.1 Estatísticas Descritivas.....	41

3.2	Estimação do modelo	42
3.3	Testes de diagnóstico ao modelo.....	44
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		48
APÊNDICES		60
ANEXOS		63
ANEXO 1		64
ANEXO 2		66
ANEXO 3		70
ANEXO 4		73

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Mecanismos de Governo Internos e Externos	6
Tabela 2 - Diferenças entre o Sistema Continental e o Sistema Anglo-Saxónico	10
Tabela 3 - Legislação a nível internacional sobre governo das sociedades	12
Tabela 4 - Definição das variáveis	33
Tabela 5 - KPI's que compõem o Governance Score do ASSET4	35
Tabela 6 - Estatísticas descritivas das variáveis	41
Tabela 7 - Resultados da estimação do modelo	42
Tabela 8 - Resultados do poder explicativo do modelo	43

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Estrutura do Sistema Continental.....	9
Figura 2 - Estrutura do Sistema Anglo-Saxónico	10
Figura 3 - Evolução da Regulamentação sobre Governo das Sociedades em Portugal..	17
Figura 4 - Evolução da Regulamentação sobre Governo das Sociedades em Espanha..	20

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Distribuição das empresas por setores de atividade	32
Gráfico 2 - Normalidade dos resíduos	75

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

CEO – *Chief Executive Officer*

CMVM – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

CNMV – Comissão Nacional do Mercado de Valores

COSO - *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*

CSC – Código das Sociedades Comerciais

ESG - *Environmental, Social and Governance*

EUA – Estados Unidos da América

FTSE - *Financial Times Stock Exchange*

GMI – *Governance Metrics International*

ICB - *Industry Classification Benchmark*

IPCG – Instituto Português de *Corporate Governance*

ISS - *Institutional Shareholder Services*

KPI's - *Key Performance Indicators*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

ROA – *Return on Assets*

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

VIF - *Variance Inflation Factor*

INTRODUÇÃO

Após a falência de grandes empresas e dos escândalos financeiros observados nos Estados Unidos da América e na Europa, o tema do Governo das Sociedades tem estado em amplo debate. Devido ao impacto negativo que todas estas falências tiveram na economia dos seus países, as entidades reguladoras sentiram a necessidade de reformular o modo de fiscalização das empresas bem como de criar legislação específica de forma a proteger os interesses dos vários *stakeholders* e da comunidade em geral. Pretendeu-se, ainda, aumentar a transparência da informação divulgada aos acionistas e restantes agentes económicos bem como evitar a manipulação das normas contabilísticas para a apresentação de melhores resultados.

O Governo das Sociedades pretende assegurar que as sociedades correspondam às expectativas dos seus investidores. Sendo a divergência de interesses entre acionistas e gestores uma das questões mais debatidas e preocupantes ao longo das últimas décadas, originado pelos problemas de separação entre propriedade e controlo da organização, é importante que a gestão seja feita tendo em conta os interesses de todos os acionistas, maioritários e minoritários, e não apenas de determinados agentes com as quais possam existir relações comerciais preferenciais ou ainda benefícios atribuíveis a elementos da gestão (Santos, 2000).

Através do Governo das Sociedades as empresas definem os seus objetivos, os meios necessários para os alcançar e ainda podem supervisionar o seu desempenho. Deste modo, possuírem um sistema eficaz de Governo das Sociedades ajudará em todas essas questões e permitirá alcançar os melhores resultados transmitindo confiança aos seus investidores bem como prevenir possíveis riscos. Para Sharpe (1964), o risco de uma empresa é medido pelo seu grau de vulnerabilidade a vários fatores, internos e externos, que influenciam o retorno das ações. Os órgãos de gestão estão expostos ao risco, tanto sistemático como não sistemático, o que se considera ser o risco total (Hutchinson, 2001). Será este o tipo de risco em análise na presente investigação.

Assim, pretende-se analisar a relação existente entre o nível de Governo das Sociedades das empresas com valores cotados nas principais bolsas de Portugal e Espanha e o seu risco. Mais concretamente, pretende-se verificar se as empresas com melhores níveis de governo são as que apresentam menor nível de risco.

No Capítulo 1 será feito um enquadramento do tema com a apresentação de algumas definições atribuídas ao conceito de Governo das Sociedades e a sua importância no contexto empresarial. Serão descritos alguns mecanismos internos e externos das empresas e será também feita uma revisão de literatura acerca da evolução da regulamentação ao longo das últimas décadas tanto a nível internacional como também no contexto dos países onde se inserem as empresas da amostra consideradas no estudo: Portugal e Espanha. A revisão de literatura deste capítulo termina com uma visão sobre a evolução dos estudos empíricos sobre o Governo das Sociedades e ainda um tópico dedicado à importância do risco e da sua gestão.

O Capítulo 2 descreve a metodologia de investigação adotada. Será apresentada a amostra e o método da recolha de dados, serão apresentadas todas as variáveis utilizadas no modelo e, de forma a medir a qualidade de Governo das Sociedades, será descrito o índice considerado. Por fim, é feito o desenvolvimento da hipótese a investigar e a formulação do modelo a aplicar.

No Capítulo 3 são apresentados e analisados os resultados obtidos das estatísticas descritivas de todas as variáveis, e para determinar a relação existente entre a qualidade de governo e o risco das empresas, é realizada a estimação do modelo. Ou seja, é testada a regressão linear pelo método dos Mínimos Quadrados e a análise do modelo será elaborada tendo em conta os coeficientes e os sinais evidenciados pelas variáveis assim como o seu nível de significância. Ao modelo são ainda elaborados alguns testes ao nível da multicolinearidade, heterocedasticidade e normalidade dos resíduos.

Após a obtenção dos resultados, efetuar-se-á a sua análise fazendo a sua comparação com os estudos já existentes na literatura.

No final, será feita uma conclusão com os principais resultados do estudo, as suas limitações e sugestões de pesquisa futura.

1 O Governo das Sociedades

O Governo das Sociedades é um tema de enorme importância para a gestão das empresas e tem despoletado várias questões que têm vindo a ser debatidas na literatura. Para se compreender melhor toda esta temática, neste primeiro ponto será feito um enquadramento acerca do tema, serão descritos os sistemas que atualmente existem dentro das organizações e, cronologicamente, será apresentada a evolução da regulamentação nos países representativos da amostra. Este ponto terminará com uma visão sobre as gerações de estudos existentes na literatura sobre Governo das Sociedades e, ainda, irá ser abordada a importância da gestão do risco.

1.1 Enquadramento

Existem diversos conceitos e definições para caracterizar o Governo das Sociedades. Neste ponto serão apresentadas algumas definições existentes na literatura bem como a importância da adoção de boas práticas de governo para a sustentabilidade das organizações.

1.1.1 Conceito e Importância

Vários autores têm debatido o tema do Governo das Sociedades, no entanto, cada um tem o seu próprio conceito e entendimento, não existindo uma definição concreta e universalmente aceite. Para Passos (2017) é um “conceito complexo, multidisciplinar, abrange várias áreas da economia e gestão, e está longe de estar devidamente clarificado” (p. 121).

O relatório *Cadbury*¹ refere na sua introdução que se trata de um “sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas”. Já o IPCG² na elaboração do Livro Branco sobre Governo das Sociedades considera ser o “conjunto de estruturas de autoridade e de

¹O relatório *Cadbury* teve origem no Reino Unido em 1992 na sequência dos colapsos financeiros ocorridos no País e contém várias recomendações com vista a melhorar o Governo das Sociedades nomeadamente ao nível da estrutura dos órgãos de administração e as suas Comissões, a separação das funções de Presidente do Conselho de Administração e de Presidente da Comissão Executiva, a responsabilidade, independência e remuneração dos administradores, a importância do contributo dos administradores não-executivos, a fiabilidade da informação financeira, o papel dos auditores externos e os direitos e deveres dos acionistas.

² O Instituto Português do Governo das Sociedades, conforme consta nos seus Estatutos, é uma Associação de direito privado sem fins lucrativos.

fiscalização do exercício dessa autoridade” (Silva, Vitorino, Alves, Cunha & Monteiro, 2006, p.12).

Em 1999 o conselho de ministros da OCDE aprovou pela primeira vez os Princípios sobre Governo das Sociedades com normas não vinculativas e de boas práticas que os países deveriam seguir e adaptar à sua realidade. No preâmbulo é considerado que:

O Governo das Sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económico, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O Governo das Sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos (OCDE, 2004, p.11).

Para Denis e McConnell (2003), o Governo das Sociedades representa um conjunto de mecanismos que procuram motivar os gestores a tomarem decisões de forma a satisfazerem as expectativas dos acionistas, maximizando o valor da empresa.

A temática do Governo das Sociedades deu origem a vários estudos sendo que um dos mais antigos referenciados é o “*The Modern Corporation and Private Property*” de Berle e Means, escrito em 1932, onde se sugere que haja uma separação entre a propriedade e o controlo e que os gestores sejam os responsáveis por manter a confiança dos acionistas usando os seus poderes em benefício destes (Bratton, 2018).

Segundo Becht, Bolton e Röell (2002), existem algumas razões para o Governo das Sociedades se ter tornado nas últimas décadas num tema tão importante: i) vaga mundial de privatizações; ii) reforma dos fundos de pensões e o aumento da poupança privada; iii) significativo número de grandes fusões e aquisições; iv) desregulamentação e integração do mercado de capitais; v) crises nos mercados emergentes (sudeste asiático, Rússia e Brasil); vi) falência de grandes empresas a nível mundial.

Sendo as empresas o principal motor para o crescimento e desenvolvimento económico de cada país, é crucial a existência de um bom Governo das Sociedades. No entendimento de Gregory e Simms (1999), um bom governo pode ter os seguintes impactos:

- **Eficiência da empresa na forma como gere os seus ativos** – os recursos tendem a ser aplicados de forma eficiente na produção de bens e serviços, aumentando o

retorno desses mesmos ativos, sendo que, a utilização ineficaz de recursos escassos por parte dos gestores deve ser punida.

- **Atração de capital a baixo custo:** um Governo das Sociedades eficaz atrai o investimento de baixo custo e melhora a confiança dos investidores, impedindo, assim, o desvio dos gestores de agirem em conformidade com os interesses dos detentores de capital.
- **Atender às expectativas da sociedade:** ao serem cumpridas as leis e regulamentos, as empresas que pratiquem um Governo das Sociedades eficaz, para além da obtenção de sucesso a longo prazo, contribuem também para a sociedade civil e tendem a preocupar-se, por exemplo, com as questões do impacto ambiental.
- **Desempenho geral da empresa:** o Governo das Sociedades permite o exercício eficaz da gestão e supervisão, que, quando combinado com os aspetos anteriormente mencionados, leva à melhoria do seu desempenho no geral.

1.1.2 Mecanismos de Governo

Os mecanismos de Governo pretendem resolver problemas como as divergências de interesses entre acionistas e gestores e as assimetrias de informação existentes entre eles em resultado do problema da agência. Com isto, Jensen e Meckling (1976) consideram que se estabelece uma relação de agência entre os principais (acionistas) e os agentes (gestores) surgindo, assim, os custos de agência.

Nas últimas décadas constatou-se que os mecanismos de Governo das Sociedades são muitas vezes ineficazes e necessitam de ser aprimorados. Os vários estudos efetuados e a observação das práticas das empresas permitem constatar que a gestão exercida não protege os interesses dos acionistas (Santos, 2009).

Podemos classificar os mecanismos de governo como internos e externos. Os mecanismos internos são os que operam dentro de cada empresa sendo influenciados pelas escolhas dos seus atributos de governo e das políticas praticadas. Por outro lado, os mecanismos externos estão relacionados com as leis, cultura e normas de cada país (Aggarwal, Erel, Stulz e Williamson (2007). Na visão de Cremers e Nair (2005) os mecanismos internos e externos são complementares e não substitutos um do outro. Misangyi e Acharya (2014)

no seu estudo consideram que os mecanismos são ainda mais eficazes se operarem em conjunto.

A Tabela 1 identifica, de acordo com Denis (2001), Gillan (2006) e Sharma (2017), alguns dos mecanismos internos e externos de Governo das Sociedades.

Tabela 1 - Mecanismos de Governo Internos e Externos

Mecanismos Internos	Mecanismos Externos
Conselho de Administração	Mercado de controlo de empresas
Estrutura de propriedade	Sistema Legal
Remuneração dos executivos	Mercado de produtos e serviços
Comissões Especializadas	Mercado de trabalho dos gestores

Fonte: Elaboração própria.

Segundo Charreaux (2000), o conselho de administração pode constituir um importante mecanismo de governo para solucionar os problemas entre acionistas e gestores. Denis (2001) refere que deve ser este o órgão responsável pelas contratações, demissões, fixação de remunerações e, principalmente, atuar em nome dos acionistas, defendendo os seus direitos ao monitorizar a gestão.

Para avaliar a eficácia do conselho de administração é necessário conhecer as suas características particulares. Para Denis (2001), a dimensão do conselho e a presença de administradores independentes são dois aspetos importantes a considerar.

Jensen (1993) afirma que manter um conselho de administração de dimensão reduzido pode ajudar no desempenho da empresa, pois no caso de ultrapassar uma determinada dimensão, o conselho pode tornar-se ineficaz e também ser mais facilmente dominado pelo CEO. Também Denis (2001) considera mais vantajoso a existência de um conselho de administração menor pois as decisões tendem a ser tomadas mais rapidamente.

Depois dos maiores escândalos financeiros ocorridos por falhas de governo, os países reforçaram os códigos e regulamentos, como foi o caso da Lei Sarbanes-Oxley, e passaram a exigir uma maioria de administradores independentes nos comités de

auditoria. A presença de membros independentes nos conselhos tem demonstrado ser uma vantagem para a melhoria das práticas de gestão (Zattoni & Cuomo, 2010).

Segundo Sáenz González e García-Meca (2014), a estrutura de propriedade é um mecanismo de controlo interno que representa a forma como o capital da empresa se encontra distribuído. É um dos mecanismos mais importantes no governo das sociedades, isto porque a propriedade e o controlo de uma empresa raramente se encontram separados (Dennis & McConnell, 2003).

Thomsen e Pedersen (2000) definem o tipo de entidades que normalmente constituem a estrutura de propriedade de uma empresa: pequenos investidores, famílias, bancos, empresas não financeiras e o Governo.

As políticas de remunerações e compensações têm também sido vistas como um mecanismo capaz de alinhar os interesses entre acionistas e gestores reduzindo os custos de agência (Gillan, 2006). Para Thomsen e Conyon (2012) as formas de remunerar os gestores podem assumir uma natureza fixa, inclui os salários, ou natureza variável onde se enquadram os bónus, as ofertas de compra de ações da empresa, pensões e seguros. Conyon (2006) refere que o principal objetivo dos planos de remunerações e compensações é motivar, atrair e reter gestores com mais experiência de forma a maximizar o valor da empresa.

Também como mecanismo interno podemos considerar a existência de comissões especializadas onde se incluem a comissão de auditoria, a comissão de vencimentos e a comissão de risco. Sharma (2017) considera que estes órgãos são adicionais mas trabalham em conjunto com o conselho de administração nas atividades de gestão e fiscalização, obedecendo às leis e regulamentos específicos de cada empresa.

Quando os mecanismos de controlo interno se apresentam como ineficazes surge a possibilidade de terceiros procurarem assumir o controlo da empresa. O mercado de controlo de empresas funciona, deste modo, como um mecanismo externo capaz de moderar e disciplinar a atuação dos gestores pois se eles sentirem que poderá haver mudanças vindas do exterior, existe a possibilidade de se sentirem motivados a manter o valor da empresa (Denis & McConnell, 2003). O mercado de controlo de empresas poderá, assim, (1) funcionar como uma proteção aos interesses dos acionistas; (2) motivar

mudanças ao nível organizacional e, (3) promover o uso eficiente de recursos (Jensen, 1986).

Segundo Dahya, Dimitrov e McConnell (2008), a qualidade do sistema legal de um país é importante para conceder proteção aos acionistas, principalmente aos minoritários, e engloba tanto as leis e regulamentos bem como a forma de aplicação efetiva dessas leis. Também La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (1997) concluem que um ambiente legal forte desincentiva a atuação imprópria dos gestores e gera confiança para atrair novos investidores. O mercado de capitais expande-se, pois ao sentirem confiança no sistema legal, os acionistas reconhecem que recuperarão os seus investimentos, o que gera uma predisposição para pagar mais para adquirir ativos financeiros das empresas (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002).

Ao fornecerem produtos e serviços as empresas devem atender às necessidades do mercado e afirmarem-se como competitivas, caso isso não aconteça, correm o risco de serem rejeitados pela sociedade e poderão colocar em risco o negócio por quebras de lucros (Sharma, 2017). Karuna (2007) estudou a relação entre a competitividade do mercado de produtos e os incentivos atribuídos à gestão e concluiu que as empresas tendem a atribuir recompensas melhores aos gestores quando a competição do setor é forte. Para Jensen (1993) o mercado de produtos disciplina a atuação da gestão, sendo, no entanto, considerado um mecanismo de ação lenta pois pode não surtir efeitos atempadamente colocando em risco a sobrevivência da empresa.

O mercado de trabalho dos gestores é um mecanismo que pretende criar um equilíbrio entre os gestores e os seus funcionários. De forma a evitar conflitos e colocar em causa o desenvolvimento da atividade da empresa, os gestores não devem apresentar uma postura autoritária e rígida com o pessoal que colabora em níveis inferiores (Sharma, 2017).

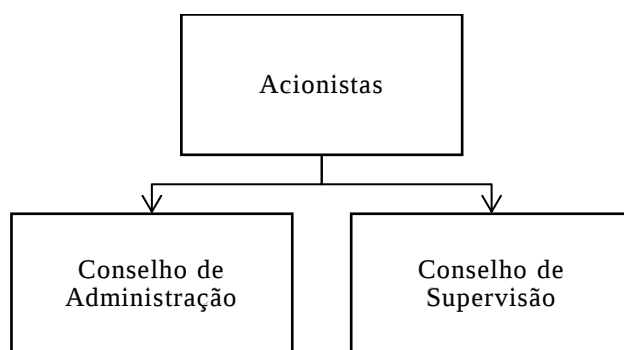
1.2 Principais Sistemas de Governo das Sociedades

Sendo que os mecanismos de tomada de decisões e de fiscalização são adaptados a cada país e a cada empresa especificamente, Silva *et al.* (2006) no seu Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, identificam dois principais sistemas de governo das sociedades: o sistema Continental e o sistema Anglo-Saxónico.

O sistema Continental (ou também denominado por sistema latino) está presente maioritariamente na Alemanha e no Japão, abrangendo também alguns países da Europa

continental (Ribeiro, 2016). A estrutura de propriedade deste tipo de sistema é composta na sua maioria por famílias, bancos e outras empresas (Silva *et al.* 2006). De acordo com Cernat (2004), este sistema baseia-se na teoria dos *stakeholders* onde são considerados não só os interesses dos acionistas como também o contributo de outras partes interessadas. Em relação à estrutura dos órgãos de administração em regra verifica-se um sistema de dois níveis: constituído pelo Conselho da Administração e pelo Conselho de Supervisão, onde se pretende que haja um controlo sobre as decisões tomadas por parte da Administração de forma a proteger não só os acionistas como também o interesse público (Braendle & Noll, 2005).

Figura 1 - Estrutura do Sistema Continental

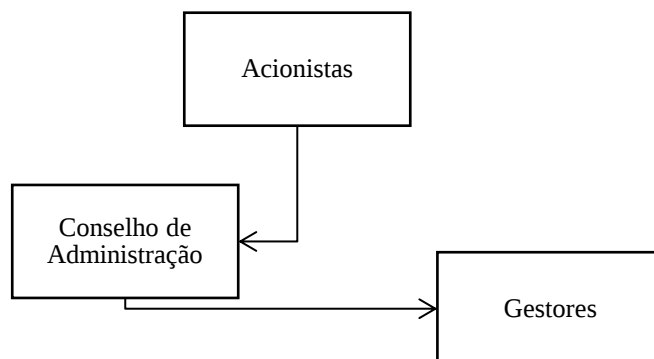


Fonte: Adaptado de Batista (2009)

O sistema Anglo-Saxónico é frequente nos EUA, Reino Unido e demais países de influência anglo-saxónica (Silva *et al.* 2006). Neste sistema existe uma relação de confiança entre acionistas e administradores tendo como base o conceito de capitalismo de mercado onde a concentração da propriedade é baixa e existe uma separação entre propriedade e controlo (Cernat, 2004; Lehmann & Weigand, 2007). Segundo Antas (2016), um aspeto a salientar é o facto de grande parte das remunerações dos órgãos de gestão variarem de acordo com os resultados da empresa ou com a cotação bolsista, verificando-se, assim, um alinhamento de interesses entre os gestores e os acionistas. Quanto à estrutura dos órgãos de administração é um sistema de um nível: constituído apenas pelo conselho de administração que integra gestores internos (*insiders*) e gestores externos (*outsiders*), estes devem de ser independentes e sem ligação à empresa. Esta

estrutura pretende favorecer a partilha de informações com o mercado de capitais (Arnaboldi & Casu, 2012; Silva *et al.* 2006).

Figura 2 - Estrutura do Sistema Anglo-Saxónico



Fonte: Adaptado de Batista (2009)

Na Tabela 2 estão evidenciadas as principais diferenças entre os dois sistemas, concretamente, em aspetos como a estrutura de propriedade; o papel da banca; o controlo das empresas familiares; as características do conselho de administração; o funcionamento do mercado de controlo de empresas e o papel da Bolsa.

Tabela 2 - Diferenças entre o Sistema Continental e o Sistema Anglo-Saxónico

Tópico	Sistema Continental	Sistema Anglo-Saxónico
Estrutura de Propriedade	Os bancos e as empresas são os principais acionistas. Os dividendos não são prioridade.	Amplamente dispersa. Existe uma priorização dos dividendos.
Função dos bancos	São importantes na atividade financeira das empresas devido à atribuição de empréstimos e à forte presença na estrutura de propriedade.	Desempenham um papel mínimo na estrutura de propriedade.

Tabela 2 - Diferenças entre o Sistema Continental e o Sistema Anglo-Saxónico (*continuação*)

Tópico	Sistema Continental	Sistema Anglo-Saxónico
Empresas com controlo familiar	Controlo familiar apenas em empresas de dimensão média e pequenas.	Separação entre propriedade e controlo.
Conselho de Administração	Verificação do sistema de dois níveis com a separação entre as funções de gestão e de supervisão.	Verificação do sistema a um nível.
Mercado de controlo de empresas	Existência de restrições às aquisições hostis.	Aquisições hostis como forma de correção de falhas na gestão.
Papel da Bolsa de Valores	Reduzido poder.	Forte poder.

Fonte: Adaptado de (Cernat, 2004)

1.3 Evolução da Regulamentação

Neste ponto serão apresentados os principais códigos e regulamentos que foram elaborados pelos países de forma a regulamentar as questões relacionadas com o Governo das Sociedades. Primeiramente, a nível internacional, e de seguida, em Portugal e Espanha, que são os países representativos da amostra deste estudo.

1.3.1 A nível internacional

Os enormes escândalos financeiros que ocorreram nos EUA nomeadamente o da *Enron*³ e da *WorldCom*⁴, levaram o Senador Paul Sarbanes e o deputado Michael Oxley à criação

³ A *Enron* era uma das maiores empresas dos EUA do setor da energia, em dezembro de 2001 declarou falência depois de se ter descoberto que a sua condição financeira era sustentada por uma grande fraude contabilística criativamente planeada (Li, 2010). A *Enron* não queria, por exemplo, que nenhuma dívida de financiamento de aquisições ficasse registada nos seus balanços, e para isto, criava falsas empresas que eram controladas pelos próprios executivos da *Enron*. O complexo modelo de negócios da empresa estendeu os limites da contabilidade (Palepu & Healy, 2005).

⁴ Fundada em 1979, a *WorldCom* era a segunda maior empresa de telecomunicações nos EUA. Quando, em 1999, se deparou com o crescimento lento das receitas e a descida das ações e num esforço para aumentar os rendimentos, a *WorldCom* reduziu o montante de dinheiro que possuía num fundo de reservas (para

e consequente publicação, em julho de 2002, da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) no sentido de tentar recuperar a confiança perdida pelos investidores no mercado de capitais e de corrigir as fraquezas existentes no governo societário das empresas norte americanas.

Na Europa também foram verificados colapsos financeiros de grandes empresas como foi o caso da Parmalat em Itália, dando origem a vários códigos e regulamentos que começaram a proliferar com vista a regular as questões do bom governo das sociedades. Depois do relatório *Cadbury* e dos Princípios da OCDE outros países da União Europeia reagiram, e de acordo com as suas particularidades culturais e socioeconómicas, emitiram os seus próprios códigos. Foi o caso da (1) França que publicou, em 1995, o Relatório Vienot I, em 1999 o Relatório Vienot II e em 2002 o Bouton, agregados num código único em 2003; e a (2) Itália, em 1999, o Código Preda. Na Tabela 3 estão representados alguns dos países que a nível internacional emitiram legislação relevante sobre o Governo das Sociedades.

Tabela 3 - Legislação a nível internacional sobre governo das sociedades

País	Ano da publicação	Nome do Documento
França	1995	Vienot I Report
	1998	Recommendations on Corporate Governance
	1999	Vienot II Report
	2002	Promoting Better Corporate Governance In Listed Companies
	2003	The Corporate Governance of Listed Corporations
	2004	Recommandations sur le gouvernement d'entreprise
	2008	Corporate Governance Code of Listed Corporations
	2009	Recommendations on Corporate Governance
	2018	Corporate Governance Code of Listed Corporations
	2020	Corporate Governance Code of Listed Corporations

cobrir as dívidas e obrigações que a empresa tinha adquirido) em 2,8 mil milhões de dólares e reconheceu-o indevidamente como rendimentos. Os métodos utilizados nas fraudes contabilísticas eram essencialmente a transferência de dívidas e passivos entre empresas e o reconhecimento de rendimentos fictícios (Elbling, 2015). Em julho de 2002 é decretada a sua falência.

O Nível de Risco e a Qualidade de Governo das Sociedades: Estudo Aplicado às Empresas do PSI-20 e do IBEX 35

Tabela 3 - Legislação a nível internacional sobre governo das sociedades (continuação)

País	Ano da publicação	Nome do Documento
Itália	1999	Report & Code of Conduct (The Preda Code)
	2002	Corporate Governance Code
	2004	Handbook on Corporate Governance Reports
	2008	New Regulation on Banks' Organisation and Corporate Governance
	2014	Codice di Autodisciplina
	2017	Corporate Governance Principles For Unlisted Family
	2018	Corporate Governance Code
	2020	Italian Corporate Governance Code
Reino Unido	1992	Cadbury Report
	1995	Greenbury Report
	1997	Hampel Report
	1999	Turnbull Report
	2000	Principles of Good Governance and Code of Best Practice
	2003	The Combined Code on Corporate Governance
	2006	Good practice suggestions from the Higgs Report
	2010	The Stewardship Code
	2019	Co-operative Corporate Governance Code
	2020	Stewardship Code
EUA	1997	Statement on Corporate Governance
	1998	Global Corporate Governance Principles
	2001	Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations
	2016	Commonsense Principles of Corporate Governance
	2017	Stewardship Framework for Institutional Investors
	2018	Commonsense Principles 2.0

Fonte: Elaboração Própria.

Nota: A informação acerca das legislações mencionadas na Tabela 3 foram recolhidas através da consulta no site da internet do *European Corporate Governance Network*: Recuperado de: <https://ecgi.global/content/codes>, acedido a 24 de outubro de 2020.

Apesar de cada país ter adotado as suas próprias normas, segundo Silva *et al.* (2006), está presente a aproximação de alguns aspetos no governo das sociedades: i) estrutura, missão e responsabilidades dos órgãos de administração, onde deve existir uma função de supervisão e uma função de gestão atribuídas a órgãos distintos; ii) definição dos requisitos pessoais e de independência, bem como das regras de atuação dos

administradores não-executivos; iii) separação entre as funções de Presidente do Conselho de Administração e da Comissão Executiva; iv) constituição de Comissões de auditoria e remunerações; v) defesa dos direitos dos acionistas; vi) divulgação de informação financeira fiável e das práticas de governo praticadas.

Em consequência dos escândalos financeiros observados, nomeadamente com a empresa norte americana *Enron*, a Comissão Europeia em abril de 2002 solicitou a um “Grupo de Alto Nível de Peritos em Direito das Sociedades”, que já era responsável pela modernização do direito europeu das sociedades, que incluísse na sua análise requisitos específicos de Governo das Sociedades e auditoria. Deste trabalho resultou o Relatório *Winter II* ⁵ onde constava um capítulo composto por dezasseis recomendações exclusivamente dedicadas ao governo societário sendo considerado o “primeiro estudo sério de harmonização do tema no espaço comunitário” (Silva *et al.* 2006, p. 41).

O Conselho da OCDE, aprovou, a 8 de Julho de 2015, uma atualização aos *Princípios sobre Governo das Sociedades* publicados pela primeira vez em 1999 e revistos em 2004, dando origem aos *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE* resultado da observância de fatores que tiveram impacto no Governo das Sociedades tais como a crise financeira mundial, o aumento do investimento transfronteiriço ou ainda alterações no funcionamento dos mercados acionistas (OCDE, 2016).

Em suma, podemos constatar a generalizada preocupação de a nível mundial se produzirem relatórios, princípios, recomendações e guias de boas práticas de Governo das Sociedades (*soft law*⁶) servindo de base para a legislação com carácter de aplicação obrigatório (*hard law*).

1.3.2 Em Portugal

Portugal adotou, também, algumas medidas quanto à regulamentação em governo das sociedades, sempre com “cautela e num esforço para o entendimento comum” (Ribeiro & Oliveira, 2016, p. 26). As primeiras recomendações surgiram em outubro de 1999 pela

⁵ Publicado em novembro de 2002 intitulado de “Um quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades”.

⁶ A *soft law* representa todo o conjunto de normas e recomendações de aplicabilidade não obrigatória a que as empresas devem atender (Rodrigues, 2015).

Comissão de Valores Mobiliários, doravante CMVM, em resultado de uma colaboração deste órgão regulador com a OCDE na elaboração daqueles que seriam os primeiros Princípios sobre o Governo das Sociedades no espaço europeu.

O documento aprovado continha dezassete recomendações que se centravam em aspetos como a divulgação de informação; o exercício de voto e a representação dos acionistas; os investidores institucionais; as regras societárias e a estrutura e funcionamento do órgão de administração.

Segundo Câmara (2002), o código recomendatório sofreu alterações introduzidas pelo Regulamento da CMVM n.º 7/2001 onde foi disponibilizado um modelo de relatório anual sobre o governo da sociedade que deveria ser preenchido conjuntamente com o relatório de gestão bem como o dever de prestar esclarecimentos acerca do grau de cumprimento das normas. As sociedades passaram, assim, a ser obrigadas a mencionar as recomendações que cumprem e apresentar esclarecimentos para as que não cumprem obedecendo ao princípio cumpre ou explica porque não cumpre (*comply or explain*).

A CMVM procedeu à revisão das recomendações nos anos de 2003 e 2005, e, em 2006, surge pelo IPCG o Livro Branco sobre Governo das Sociedades em Portugal com o enquadramento nacional e internacional sobre o tema.

O Código das Sociedades Comerciais⁷ sofreu alterações com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 76-A/2006. No seu sumário é possível ler que uma das necessidades de atualização da legislação societária nacional em matéria de Governo das Sociedades surgiu pela “preocupação de promover a competitividade das empresas portuguesas, permitindo o seu alinhamento com modelos organizativos avançados” tendo como objetivo “prosseguir, em prol de uma maior transparência e eficiência das sociedades anónimas portuguesas”. No seguimento destas alterações, a CMVM procedeu à reformulação do Regulamento n.º 7/2001 e publicou o Regulamento n.º 1/2007 intitulado “Governo das Sociedades Cotadas” que altera a organização do relatório sobre a estrutura e a prática do governo das sociedades. O CSC integra regras e princípios de governo societário tais como composição, competência, poderes de gestão e deveres dos órgãos

⁷ Aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86 e em vigor desde 1 de novembro de 1986.

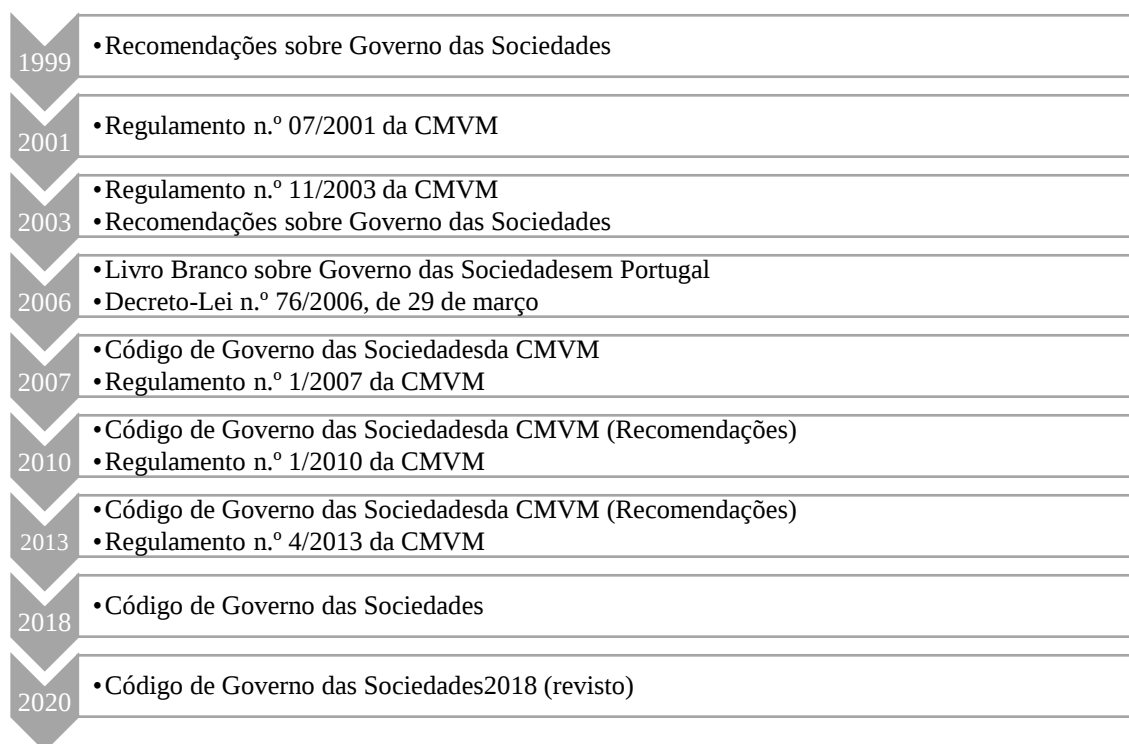
de administração; direitos e deliberações dos acionistas e fiscalização das sociedades (Silva *et al.*, 2006, pp. 68–69).

Em 2010 o Regulamento da CMVM n.º 1/2010 vem dar a possibilidade do emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado escolher o Código de governo de sociedade que considere mais adequado às suas características e vem estabelecer o dever de divulgar informação acerca da remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades (Costa & Santos, 2011).

No ano de 2013 o IPCG publica o Código de Governo das Sociedades e é também aprovado o Regulamento da CMVM n.º 4/2013 com um Modelo de Governo Societário reformulado. A regra de *comply or explain* continua a vigorar e os órgãos decisórios devem justificar as decisões tomadas.

A CMVM e o IPCG celebraram, em outubro de 2017, um protocolo que resultou no novo *Código de Governo das Sociedades do IPCG* que passou a vigorar a partir de janeiro de 2018 e teve como objetivo proporcionar às entidades uma maior abertura à autorregulação. Ainda assim, o modelo do relatório de Governo das Sociedades a apresentar pelas sociedades cotadas deve continuar a ser elaborado de acordo com o anexo ao Regulamento da CMVM n.º 4/2013 que se divide em duas partes: Parte I - *informação obrigatória sobre estrutura acionista, organização e governo da sociedade*; Parte II - *Avaliação do governo societário*. Este Código teve a sua última revisão em julho de 2020. A Figura 3 resume a evolução dos códigos emitidos sobre Governo das Sociedades em Portugal.

Figura 3 - Evolução da Regulamentação sobre Governo das Sociedades em Portugal



Fonte: Elaboração própria

Lourenço, Sarmiento e Rebelo (2008) consideram que, em termos de legislação sobre governo das sociedades, Portugal tem vindo a demonstrar uma evolução razoável na adesão e aplicação das normas, encontrando-se ao nível dos países internacionais que detêm uma forte regulamentação.

No relatório *The Global Sustainable Competitiveness Index 2020* é analisado o nível de competitividade dos países mundiais tendo como pilares alguns aspetos importantes de cada país nomeadamente o desempenho em termos de governo das sociedades. Tendo em conta que a estrutura de cada país é a base para o desenvolvimento económico e social das empresas, este índice contém indicadores que possam ter impacto em termos de governo, como por exemplo: a legislação, o nível de corrupção, os investimentos governamentais e a exposição ao risco financeiro. Portugal situa-se na 13ª posição de entre um total de 180 países analisados, afirmando-se, assim, como um país que demonstra vir a construir ao longo dos últimos anos uma forte estrutura de governo das sociedades, contribuindo para a sustentabilidade e desempenho das empresas portuguesas.

1.3.3 Em Espanha

Em Espanha, as primeiras preocupações acerca do tema do Governo das Sociedades surgiram em outubro de 1996 pelo Círculo de Empresários⁸ no documento intitulado: *“Una propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración”*. A sua elaboração foi realizada numa altura em que foram verificadas grandes falências de empresas por falhas nos seus órgãos de gestão, deste modo, o objetivo do documento era a melhoria do funcionamento dos Conselhos de Administração das empresas espanholas cotadas em Bolsa.

Dois anos mais tarde, em 1998, é criada a Comissão Olivencia que elabora o primeiro código de Governo das Sociedades com orientações, uma vez mais, direcionadas para o conselho de administração. As recomendações versam sobre tópicos como a composição, estrutura, funcionamento e remunerações dos Conselhos.

No ano de 2003 é constituída, por designação do Conselho de Ministros, a Comissão Aldama que produziu o relatório Aldama que teve como principal propósito o aumento da transparência e da segurança nos mercados financeiros. O referido documento passou a definir critérios e regras que as sociedades cotadas deveriam de respeitar, por exemplo, para a melhoria da qualidade de informação prestada, a obediência ao conceito *“comply or explain.”* O relatório aponta também algumas recomendações em termos de relações que as sociedades possam manter com auditores, analistas financeiros e bancos, e outras entidades que prestem serviços profissionais.

Um ano mais tarde, em 2004, é publicado o Código com Princípios de bom Governo das Sociedades. Para a sua elaboração foram consideradas algumas leis e regulamentos já existentes na Europa, como os Princípios da OCDE em termos de Governo das Sociedades. A primeira parte do documento contém normas e recomendações dirigidas aos Conselhos de Administração das empresas e na segunda parte são mencionados os

⁸ Fundada em 1977, o Círculo de Empresários é uma organização que atua na promoção do crescimento da economia em Espanha e na melhoria do seu tecido empresarial.

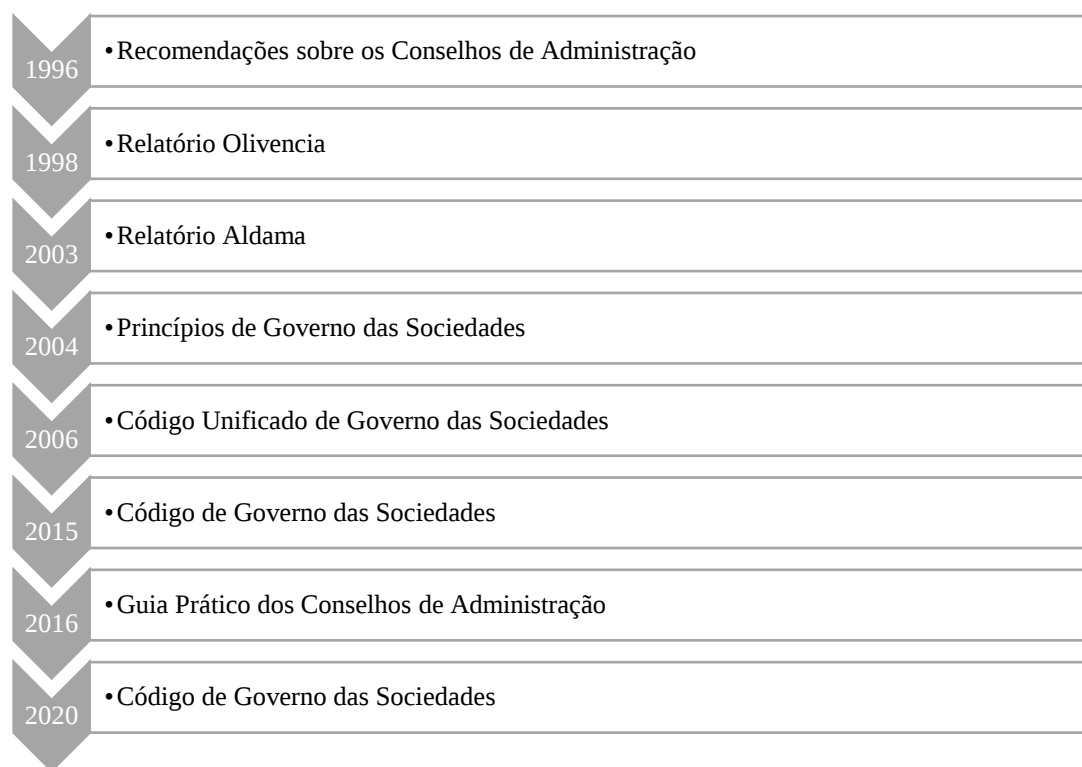
procedimentos a ter em conta na relação com os acionistas, nomeadamente o seu direito à informação.

A CNMV, emite em 2006 o código unificado de bom Governo das Sociedades cotadas com o objetivo de reunir num único documento as recomendações já publicadas anteriormente e que as sociedades devem tomar como referência, sendo também reforçada a aplicação da regra “*comply or explain*”. A atualização deste código foi efetuada em 2013, sendo que em 2015 é publicado pela CNMV o novo código de bom Governo das Sociedades de forma a acompanhar todas as diretrizes que foram sendo divulgadas em torno desta matéria nomeadamente a incorporação do tema da responsabilidade social corporativa.

No ano de 2016 é atualizado o guia prático dos Conselhos de Administração, elaborado pela primeira vez em 2007, pretendendo-se assim, acompanhar as alterações que foram realizadas no novo código penal bem como no código de Governo das Sociedades de 2015. O documento reforça o papel fundamental dos Conselhos nas empresas e incentiva a que, voluntariamente, sejam aplicadas as melhores práticas de Governo. Por fim, em 2020, a CNMV emite o código de Governo das Sociedades atualizado de modo a acompanhar as mais recentes diretrizes da União Europeia e reforçando a importância da responsabilidade social corporativa das empresas com recomendações específicas sobre o tema.

A Figura 4 resume a evolução dos códigos emitidos sobre Governo das Sociedades em Espanha.

Figura 4 - Evolução da Regulamentação sobre Governo das Sociedades em Espanha



Fonte: Elaboração própria

Em suma, após a verificação dos escândalos financeiros ocorridos nas empresas, é notória a preocupação crescente dos países em regular as questões relacionadas com o Governo das Sociedades. Pretende-se, essencialmente, promover a eficiência e sustentabilidade das empresas e criar um clima de confiança entre gestores, acionistas, trabalhadores e restante comunidade.

1.4 Evolução dos estudos empíricos sobre o Governo das Sociedades

O conflito de interesses entre acionistas e gestores é um dos temas mais debatidos no Governo das Sociedades. Shleifer and Vishny (1997) consideram que o “*corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*” (p.737). Efetivamente quando os acionistas colocam o seu dinheiro numa empresa esperam que os agentes responsáveis pela gestão maximizem tanto quanto possível o seu valor.

O problema da separação entre propriedade e controlo tem vindo a ser discutido ao longo de várias décadas, sendo este conceito formalizado por Jensen e Meckling (1976) despoletando uma discussão sobre o tema que persiste até aos dias de hoje.

Em resultado desse debate, Dennis e McConnell (2003) repartem as pesquisas teóricas e empíricas que têm vindo a ser desenvolvidas sobre Governo das Sociedades em duas gerações. Na primeira geração de estudos são analisados mecanismos internos específicos de governo que possam ter influência no desempenho da empresa: o conselho de administração e a estrutura de propriedade e controlo. Na segunda geração de estudos os autores focam a sua análise em aspetos externos à empresa, mais especificamente analisam o impacto dos diferentes sistemas legais na eficácia do governo das sociedades.

Atualmente podemos falar na terceira geração de estudos sobre Governo das Sociedades em que são abordados diversos temas relacionados com os vários mecanismos das empresas sendo essa análise efetuada através da construção de índices. O presente estudo utiliza o Índice de Governo das Sociedades do ASSET4 que fornece informações financeiras e não financeiras de empresas mundiais. Mais à frente será detalhado a métrica deste índice bem como alguns estudos que o utilizaram.

1.4.1 Primeira geração de estudos sobre Governo das Sociedades

Na primeira geração de estudos empíricos, Dennis e McConnell (2003) analisam o impacto de certos mecanismos internos de governo no desempenho das empresas como é o caso do conselho de administração. Este órgão está presente em todo o tipo de organizações pelo mundo fora e não existem apenas pelo simples facto de a regulamentação obrigar à sua constituição, são uma peça essencial para amenizar os problemas de agência (Hermalin & Weisbach, 2001).

As características do conselho de administração têm sido amplamente estudadas e vários estudos foram realizados para analisar o seu impacto no desempenho das empresas. Dennis e McConnell (2003) consideram que as características mais debatidas são a proporção de administradores independentes e a dimensão do conselho.

Kalsie e Shrivastav (2016) consideraram uma amostra de 145 empresas não financeiras pertencentes à Bolsa de Valores da Índia entre os anos de 2008 a 2012 e concluíram que a dimensão do conselho de administração tem um impacto positivo no desempenho da empresa. As autoras defendem que as empresas de maior dimensão necessitam de ter um

conselho com um número maior de administradores, principalmente nas empresas mais antigas onde é necessário existir uma diversidade mais abrangente de conhecimentos. Vaidya (2019) examinou também a relação entre a dimensão do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas, utilizando como amostra as 100 maiores empresas cotadas na Bolsa de Valores da Índia, para os anos de 2018 e 2019. O autor não encontrou uma relação significativa entre a dimensão do conselho e o desempenho das empresas. No entanto, e observando a média de membros nos conselhos de administração, que refere serem onze, argumenta que as empresas com conselhos de dimensão média (entre oito e dez membros) apresentaram melhores resultados do que as que tinham conselhos muito grandes ou muito pequenos. Esta observação vai ao encontro da evidência empírica constatada por Yermack (1996) que defende que conselhos de administração de dimensão reduzida são mais eficazes pois as empresas apresentam rácios financeiros mais positivos, ao contrário das que detêm um conselho de dimensão maior onde poderão surgir falhas de comunicação e dificuldades na tomada de decisão.

A presença de administradores independentes nos conselhos de administração e o seu impacto no desempenho empresarial é um aspeto que tem sido amplamente estudado. A gestão exercida por membros sem relação direta à empresa, têm sido apontada como mais eficaz e capaz de defender os interesses dos acionistas (Bhagat & Black, 1998). Ainda assim, os autores não encontraram uma relação significativa entre as duas variáveis e, de entre várias razões apontadas para tal, consideram que um dos fatores se relaciona com o facto de os administradores independentes não serem assim tão independentes pois muitas vezes têm ligações pessoais ao CEO ou à empresa na forma de consultores e assessores. Bhagat e Black (2001) usando uma amostra de 934 empresas americanas, com dados do ano de 1991, não encontraram evidências significativas de que as empresas com conselhos de administração mais independentes apresentavam melhor desempenho, sendo que a tendência era das empresas com baixos lucros aumentarem os membros independentes nos conselhos, mas sem resultados de que essa estratégia efetivamente funcionava. Por outro lado, Black, Jan e Kim (2006) ao analisarem empresas coreanas constataram que as que possuíam conselhos de administração em que metade eram administradores independentes, apresentavam um melhor valor de mercado.

A questão da dualidade CEO/Chairman e o seu impacto no desempenho de uma empresa tem vindo a ser alvo de diversos estudos ao longo das últimas décadas. Baliga, Moyer e

Rao (1996), considerando como amostra as empresas da *Fortune* 500 entre 1980 e 1991, analisaram a relação entre a dualidade CEO/Chairman e o impacto da mudança destes cargos no desempenho operacional das empresas, sendo que não encontraram uma relação significativa entre as variáveis. Lam e Lee (2008) ao observarem 128 empresas de Hong Kong no ano de 2003, constataram que a dualidade CEO/Chairman e a performance das empresas relacionam-se com a sua estrutura de propriedade. Nas empresas de controlo familiar os resultados empíricos demonstram existir uma relação negativa entre a dualidade CEO/Chairman e performance devido à existência de certos riscos, nomeadamente o de obter benefícios privados que não são partilhados com os restantes acionistas, principalmente os minoritários. Por outro lado, os autores referem ainda que a dualidade CEO/Chairman nas empresas sem controlo familiar apresentou melhores resultados de desempenho.

A relação entre a estrutura de propriedade das empresas e o impacto que poderá ter no seu valor tornou-se numa questão de grande interesse para a literatura. M. Pervan, I. Pervan e Todoric (2012) analisaram a estrutura de propriedade das empresas integrantes da Bolsa de Valores de Zagreb entre 2003 e 2010. Os autores dividiram a pesquisa por tipos de propriedade: privada e estatal, bem como pela origem das empresas participantes: pertencentes ao país ou estrangeiras. Os resultados empíricos demonstram que as empresas com uma estrutura de propriedade concentrada apresentam pior desempenho comparativamente às empresas com propriedade dispersa. Constatou-se, ainda, que uma estrutura de propriedade com a maioria do controlo estrangeiro pode ser benéfica para o valor das empresas no sentido em que as empresas estrangeiras advêm de países com melhores práticas de governo das sociedades, contribuindo também com melhores conhecimentos e tecnologias.

1.4.2 Segunda geração de estudos sobre Governo das Sociedades

Na segunda geração de estudos os aspetos abordados são essencialmente relacionados com mecanismos externos das empresas, como é o caso da proteção legal oferecida por um país aos seus investidores e credores. De acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000), é de extrema importância que os países sejam dotados de um forte sistema legal capaz de proteger os acionistas, principalmente os minoritários, do risco de expropriação por parte dos administradores (*insiders*). A abordagem jurídica,

deve, assim, funcionar como um mecanismo de proteção a todas as entidades externas que financiam a atividade de uma empresa.

Denis e McConnell (2003) consideram que as pesquisas da segunda geração de estudos tiveram início com o estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) intitulado “*Law and Finance*”. Os autores estudaram, considerando uma amostra de 49 países, a qualidade dos seus sistemas jurídicos na proteção dos investidores e também a concentração de propriedade das empresas de cada país. Repartiram os sistemas legais em dois principais grupos: países com origem na *common law* e países com origem na *civil law*, concluindo que, apesar dos sistemas jurídicos serem bastante diferentes de país para país, os que tem origem na *common law* oferecem uma melhor proteção comparativamente com os que têm origem na *civil law*. La Porta *et al.* (1998) afirmam ainda que os países onde predominam empresas com elevadas concentrações de propriedade são os que oferecem pior proteção aos investidores.

Rizki e Jasmine (2018) analisaram os relatórios financeiros de empresas asiáticas entre os anos de 2010 a 2012, usando como variável dependente o rácio *Tobin's q* e como variáveis independentes a proteção do investidor, medido pela tradição legal do país, a aplicação das leis, o direito societário e a lei de valores mobiliários. Verificou-se que a proteção do investidor não afeta diretamente o valor da empresa pois os investidores tendem a preocuparem-se mais em recuperarem os seus investimentos do que nas leis que os protegem. Os autores afirmam que a proteção ao investidor teve um impacto positivo no valor da empresa pela implementação de um forte sistema de governo das sociedades. Gul e Qiu (2005) ao analisarem o ambiente legal em mercados emergentes, concluíram que as assimetrias de informação e os problemas de agência tendem a diminuir nas empresas onde os países possuem uma proteção legal mais forte.

1.4.3 Terceira geração de estudos sobre Governo das Sociedades

Com a crescente globalização dos mercados e atendendo à complexidade do tema do Governo das Sociedades, surgiu a necessidade de fornecer informações mais precisas, transparentes e fiáveis aos investidores e outras partes interessadas. Com isto, foram várias as instituições e organismos que começaram a elaborar índices que refletem se as empresas adotam as leis e regulamentos que servem como base a um bom sistema de

Governo das Sociedades e também se essa legislação encoraja ou não a aplicação das boas práticas (Xanthakis, Tsipouri, & Spanos, 2011).

A terceira geração de estudos representa, assim, uma nova abordagem aos mecanismos internos e externos das empresas e tem como objetivo medir o impacto que esses mecanismos têm no seu desempenho.

O *Credit Lyonnais Securities Asia* emitiu um relatório onde constava um índice de *ranking* de Governo das Sociedades que considerava as empresas pertencentes a mercados emergentes. O índice incluiu 495 empresas de 25 países considerados emergentes de 18 setores diferentes. Para a elaboração do índice foram tidos em conta alguns aspetos importantes de Governo das Sociedades tais como: i) disciplina da gestão, ii) transparência, iii) independência, iv) justiça e v) responsabilidade social. Desse relatório foi possível concluir que as empresas com pontuações mais altas eram as que apresentavam melhores níveis de desempenho e maiores retornos de capital (Klapper & Love, 2004). Estes autores utilizaram este índice numa amostra constituída por 374 empresas de 14 países emergentes e comprovaram que um bom Governo das Sociedades está positivamente correlacionado com a performance das empresas e com a sua valorização de mercado.

Durnev e Kim (2005) utilizaram um índice construído pela *Standard & Poor's* direcionado para os mecanismos internos de Governo das Sociedades. O índice tem em conta as práticas de divulgação sobre aspetos como a propriedade, divulgação de informação e conselho de administração. No seu estudo, os autores consideraram os dados de uma amostra de 27 países e concluíram que as empresas com pontuações mais elevadas de Governo das Sociedades eram as mais valorizadas nos mercados de ações.

O banco russo de investimentos (*Brunswick Warburg investment bank*) desenvolveu um índice de Governo das Sociedades onde são consideradas oito dimensões de risco que poderiam ter impacto no *ranking* das empresas: i) divulgação e transparência, ii) aumentos de capital, iii) preços de transferência, iv) fusões e reestruturações, v) falência, vi) limitação da propriedade estrangeira, vii) relações entre gestores e acionistas e viii) afiliações à empresa. As pontuações situam-se numa escala de 0 a 60, sendo que valores elevados indicam piores níveis de qualidade de Governo das Sociedades (Black, 2001). Tendo em conta uma amostra de 21 empresas russas, Black (2001) analisou a relação

entre o forma de governo e o valor de mercado das empresas tendo constatado uma relação positiva entre as duas variáveis.

Brown e Caylor (2006) construíram um índice específico de Governo das Sociedades, o *Gov-Score*, tendo por base os dados fornecidos pelo *Institutional Shareholder Services* (ISS) de forma a medir o valor das empresas considerando tanto os mecanismos internos como os mecanismos externos. A amostra é representada por 1868 empresas dos EUA no ano de 2003. O índice do ISS é constituído por 51 *itens* organizados por oito categorias: i) auditoria, ii) conselho de administração, iii) estatutos, iv) educação do diretor, v) remunerações dos administradores, vi) propriedade, vii) práticas reiteradas e viii) medidas *anti-takeover* (Brown & Caylor, 2006). Os autores comprovaram existir uma relação positiva e significativa entre o *Gov-Score* e o valor das empresas.

Drobetz, Schillhofer e Zimmermann (2004) criaram um índice de Governo das Sociedades tendo por base as respostas a um questionário feito a 253 empresas alemãs que abrangiam cinco áreas: i) compromisso de governo, ii) direitos dos acionistas, iii) transparência, iv) gestão e supervisão dos Conselhos e v) auditoria. Os autores encontraram uma relação positiva entre a qualidade de governo das sociedades e o valor de mercado das empresas.

A *Governance Metrics International* (GMI), uma das maiores fornecedoras mundiais de dados de Governo das Sociedades, elaborou um índice considerando mais de 600 pontos que abrangiam categorias como: i) responsabilidade do Conselho, ii) divulgação financeira, iii) direitos dos acionistas, iv) políticas de remuneração e v) reputação da empresa. A construção deste índice ia ao encontro do que constava em vários regulamentos, nomeadamente da OCDE, da *Commonwealth Association for Corporate Governance* e do *Business Roundtable* (Xanthakis *et al.* 2011).

Gompers, Ishii e Metrick (2003) através da construção de um índice de Governo das Sociedades, mediram o nível dos direitos dos acionistas tendo em conta aspetos como a proteção oferecida, os direitos de voto e as políticas de remuneração. Os autores concluíram que as empresas com níveis fortes de direitos dos acionistas eram empresas mais valiosas, com maior crescimento das vendas e menores gastos de capital.

Fauzi e Locke (2012) ao analisarem a estrutura dos Conselhos das empresas cotadas na Bolsa de Valores da Nova Zelândia, concluíram que a existência de Comitês contribui

para o bom desempenho financeiro das empresas. Os mesmos autores obtiveram os mesmos resultados associados com a presença de administradores independentes no conselho de administração.

Karabulut (2015) considera que a visão e a estratégia das empresas devem estar alinhadas com os seus objetivos. Ao formular uma estratégia eficaz, a empresa conseguirá níveis mais elevados de desempenho. Para A. Mackey, Mackey e Barney (2007) é importante que as empresas definam uma estratégia de responsabilidade social e procurem investidores que as apoiem pois isso pode resultar num acréscimo de valor para a empresa.

Para Ertugrul e Hegde (2009), a utilização dos *ratings* elaborados pelas maiores instituições de dados devem ser cautelosamente considerados para prever o desempenho futuro de uma empresa.

1.5 O Risco no Governo das Sociedades

Após os inúmeros escândalos financeiros que assolaram os Estados Unidos e a Europa, a confiança dos investidores e dos restantes agentes económicos nas empresas diminuiu. Em consequência, as entidades estão cada vez mais pressionadas no que concerne à identificação atempada dos riscos do negócio a que possam estar sujeitas e à sua monitorização e controlo.

Na opinião de Quon, Zeghal e Maingot (2012), a falência das grandes empresas e as fraudes ocorridas deveu-se a falhas na estrutura de Governo das Sociedades e à falta de mecanismos que permitissem fazer uma gestão adequada do risco. De acordo com os autores, podemos afirmar que o Governo das Sociedades e a gestão do risco são dois conceitos interrelacionados e interdependentes.

A teoria da agência, desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), sugere que cada indivíduo atua de forma a maximizar os seus próprios interesses na empresa dando origem a custos de agência. Uma das formas de minimizar esses custos é através de mecanismos de Governo das Sociedades que têm como função controlar o impacto que os possíveis riscos assumidos possam ter na empresa (Haryono & Paminto, 2015).

Na opinião de Hutchinson (2011) uma das formas de minimizar os custos de agência é pela presença de administradores não executivos nos Conselhos. Nas empresas com níveis de risco mais elevado, estes agentes podem atuar pela salvaguarda dos interesses

dos acionistas e limitar a atuação abusiva dos gestores contribuindo para a melhoria da performance.

Kleffner, Lee e McGannon (2003) consideram que as expectativas relativamente à eficácia dos sistemas de Governo das Sociedades levaram à implementação da gestão do risco empresarial. Os reguladores dos vários países, principalmente os que assistiram ao colapso de grandes entidades, começaram a exercer pressão para que houvesse uma melhoria no relato acerca do risco, de forma mais abrangente e em que fosse possível a identificação e controlo dos riscos a que a empresa está sujeita.

O valor de uma organização poderá ser afetado pelas práticas de Governo das Sociedades. Quando existe um nível de risco mais elevado originado, por exemplo, pela falta de proteção ao investidor, isto pode ser compensado com boas práticas de Governo das Sociedades Hughes (2005).

Na gestão de uma empresa a assunção de riscos é inevitável. Segundo Hatane, Supangat, Tarigan e Jie (2019), o conselho de administração é o órgão responsável pela gestão de risco e, para além disso, é também responsável pelos mecanismos de controlo interno que é uma componente importante no Governo das Sociedades. Pickett (2005) considera igualmente que a gestão do risco deve ser atribuída à administração. O autor refere ainda que empresas de sucesso apresentam como principal característica a capacidade de antecipar e lidar com os riscos de forma mais rápida comparativamente às restantes empresas.

A teoria da agência sugere que os administradores são mais avessos ao risco do que os acionistas, levando-os a evitar fazer investimentos demasiado arriscados. Como os acionistas esperam obter o máximo de retorno dos seus investimentos, a não assunção de riscos por parte dos administradores origina desacordos (Chakraborty, Gao, & Sheikh, 2019).

Podemos considerar que o risco total de uma empresa é constituído pelo risco sistemático e pelo risco não sistemático. Considera-se risco sistemático o risco de mercado a que a empresa está exposta pelo desenvolvimento da sua atividade, enquanto que o risco não sistemático está relacionado com um risco específico da empresa (Chakraborty *et al.* 2019).

O risco a que uma empresa está exposta pode ser medido pela volatilidade do preço das ações, através da determinação do desvio-padrão (Li, Jahera, & Yost 2013).

São vários os estudos na literatura que analisam os efeitos do Governo das Sociedades no risco das empresas. John, Litov e Yeung (2008) demonstraram que nos países onde a proteção ao investidor é maior existe um nível de risco e de crescimento maiores. Wang (2012) demonstrou que conselhos de administração mais pequenos dão incentivos aos seus CEO's para que estes assumam maiores riscos. Cormier, Ledoux e Magnan (2010) constataram que a divulgação de informação sobre ESG reduz as assimetrias de informação influenciando o nível de risco das empresas.

Aman e Nguyen (2008) consideraram uma amostra de empresas japonesas e construíram um índice de Governo das Sociedades com variáveis como a composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e política de divulgação. Os autores apresentam evidência empírica de que as empresas com piores níveis de Governo das Sociedades estão mais expostas ao risco, no entanto, compensam os seus investidores com retornos mais elevados dos seus investimentos. De acordo com Bathala e Rao (1995), empresas com níveis mais altos de risco são mais propensas a conflitos de agência sendo necessário um acompanhamento mais cauteloso dos administradores externos. Haryono e Paminto (2015) reiteram que as empresas com melhores níveis de Governo são entendidas pelo mercado como menos propensas a riscos. Isto segue a linha de investigação de Mathew, Ibrahim e Archbold (2018), que ao construir um índice de governo para analisar as características do conselho de administração e o seu efeito no risco, revelou que as empresas com melhores classificações de Governo das Sociedades apresentaram níveis mais baixos de risco, sendo as que possuem conselhos de administração maiores, com mais administradores independentes, presença de mulheres e com um número mais elevado de reuniões entre as comissões.

Na visão de Tao e Hutchinson (2013), a comissão de risco é um mecanismo interno responsável pela monitorização do risco a que as empresas estão expostas e a sua função é trabalhar conjuntamente com a gestão para a formulação de estratégias para a sua mitigação. Os mesmos autores analisaram as estruturas da comissão de risco e da comissão de remunerações de 265 empresas cotadas na bolsa de valores da Austrália, e procuraram encontrar uma relação entre estes órgãos e o nível de risco e performance das empresas. Tao e Hutchinson (2013) concluíram que determinadas características das duas comissões desempenham um papel importante no nível de risco e na performance das empresas. Uma das características relatada é a existência de membros que atuam tanto na

comissão de risco como na comissão de remunerações pois existe uma menor assimetria de informação e esses membros, por estarem ligados simultaneamente às duas comissões, são capazes de tomar decisões mais informadas e de fazer uma gestão mais ponderada dos pacotes de incentivos oferecidos aos gestores.

Low, Tee e Kew (2015) investigaram a qualidade de Governo das Sociedades de 21 mercados emergentes e 24 mercados desenvolvidos entre 2002 e 2009 e o seu efeito no risco de mercado das ações. Os autores encontraram evidência que, nos mercados emergentes, para além de terem índices de governo piores, as ações têm mais risco e são mais voláteis comparativamente às ações pertencentes aos mercados desenvolvidos onde os índices de governo são mais elevados.

Li *et al.* (2013), utilizaram um índice de governo (*Gompers index*) para determinarem o risco das empresas. Consideram como variáveis de controlo a dimensão e o nível de endividamento. Os autores demonstraram existir uma relação significativa entre estas duas variáveis e o nível de risco das empresas.

A importância do risco e da sua gestão no Governo das Sociedades está presente em todas as normas e regulamentos elaborados pelas entidades reguladoras.

Em Portugal, o código de Governo das Sociedades do IPCG contém um capítulo reservado à gestão de risco onde é referido: “tendo por base a estratégia de médio e longo prazo, a sociedade deverá instituir um sistema de gestão e controlo de risco e de auditoria interna que permita antecipar e minimizar os riscos inerentes à atividade desenvolvida” (IPCG, 2018, p.19).

Relativamente a Espanha, Morais (2011) refere que na questão da gestão do risco, as empresas que constituem o IBEX 35 adotaram, desde 2006, o *Enterprise Risk Management Framework* criado pelo COSO⁹, apresentando informação sobre o sistema de controlo de riscos nos seus relatórios de Governo das Sociedades e explicando as

⁹ O COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*), é uma organização privada que foi fundada em 1985 nos Estados Unidos da América para patrocinar a *National Commission on Fraudulent Financial Reporting*, uma iniciativa que investigava a origem de relatórios financeiros fraudulentos. O COSO hoje em dia integra cinco organizações profissionais: i) *American Accounting Association*; ii) *American Institute of Certified Public Accountants*; iii) *Financial Executives International*; iv) *Association of Accountants and Financial Professionals in Business* e v) *The Institute of Internal Auditors*. A sua missão é apoiar as empresas em áreas como o controlo interno, a gestão de riscos (ERM) e a dissuasão de fraudes. Fonte: Informação obtida no site: <https://www.coso.org/Pages/aboutus.aspx>. acedido a 06 de fevereiro de 2022.

características integrantes do modelo, a definição dos objetivos, evolução e mapa de riscos, atividades de controlo, informação e comunicação.

2 Metodologia de Investigação

Neste ponto será apresentada a amostra considerada para o estudo, o método de recolha dos dados, serão descritas todas as variáveis utilizadas e também o índice de governo. Por fim, temos o desenvolvimento da hipótese em investigação e a formulação do respetivo modelo.

2.1 Composição e caracterização da amostra

A realização do presente estudo tem como amostra as sociedades anónimas portuguesas com valores admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários da *Euronext Lisbon*, mais concretamente foram consideradas as entidades integrantes do principal índice português, o PSI20, e também, as sociedades pertencentes ao principal índice da Bolsa de Valores de Madrid: o IBEX 35.

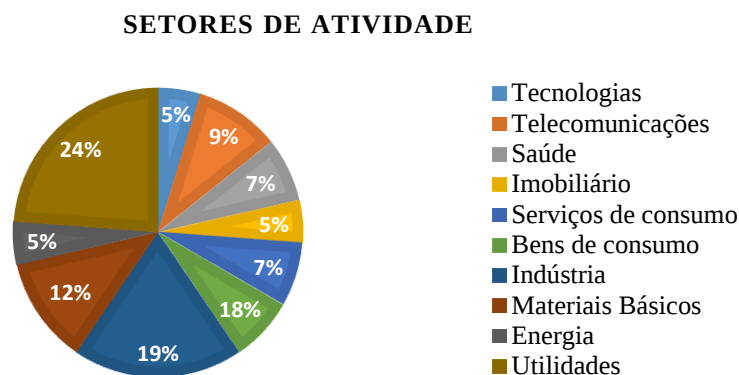
A escolha de empresas cotadas deve-se ao facto de estas entidades serem obrigadas a reger a sua gestão tendo em conta as práticas de governo societário impostas pela legislação de cada país. Em Portugal, a entidade responsável por regular e supervisionar essa matéria é o IPCG, e em Espanha é a CNMV.

Nem todas as empresas são elegíveis para o estudo em causa, assim, não foram consideradas as que não foi possível recolher o seu índice de governo bem como as instituições financeiras e as seguradoras. De acordo Peasnell, Pope e Young (2000) as entidades financeiras estão sujeitas a regras específicas de Governo das Sociedades e de normalização contabilística comparativamente às empresas não financeiras. As suas demonstrações financeiras são elaboradas de modo diferente, por conseguinte, a interpretação das variáveis necessárias ao estudo também será distinta das restantes empresas o que poderá interferir na análise dos resultados.

A amostra final contempla 42 empresas (Apêndice 1) e os dados foram recolhidos à data de 31 de dezembro de 2019.

Para a caracterização dos setores onde operam as empresas, utilizou-se a metodologia do *Industry Classification Benchmark* (ICB)¹⁰ onde são apresentados 11 setores, conforme representa o Gráfico 1.

Gráfico 1 - Distribuição das empresas por setores de atividade



Fonte: Elaboração própria

A grande maioria das empresas em estudo enquadra-se no setor das utilidades (24%), seguindo-se o setor da indústria (19%) e dos bens de consumo (18%). Com menos representatividade estão os setores das tecnologias e do imobiliário (5% cada).

2.2 Recolha de dados

A recolha de dados incidiu sobre informação financeira das empresas e também sobre informação relativa a dados de governo das sociedades. Desta forma, foi necessário recolher o índice de governo de cada uma das empresas disponível na base de dados *Datastream*. Quanto à informação financeira necessária para calcular cada uma das variáveis, foi feita a recolha na base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) da *Bureau Van Dijk*. Os dados obtidos são relativos ao ano de 2019.

¹⁰ O *Industry Classification Benchmark* (ICB) existe desde 2005 e foi desenvolvido pela *Dow Jones* e pela *FTSE*. O ICB classifica o mercado em 11 indústrias que são repartidas por 20 supersectores, dando origem a 45 sectores e, finalmente, a 173 subsectores. Abrange cerca de 85.000 empresas por todo o mundo e é uma ferramenta de suporte a decisões de investimento. Fonte: https://content.ftserussell.com/sites/default/files/support_document/Industry%20Classification%20Benchmark_Product%20Overview_March2020.pdf. Acedido a 11 de fevereiro de 2022.

2.3 Definição das variáveis

Na Tabela 4 estão descritas todas as variáveis utilizadas bem como os estudos empíricos onde já foram referenciadas anteriormente.

Tabela 4 - Definição das variáveis

Nome da variável	Descrição da variável utilizada	Estudos empíricos
Ln Risco ($Risco_{i,t}$)	Logaritmo natural do risco total da empresa i no período t. Constitui a variável dependente do modelo. Foi calculado pelo desvio-padrão das cotações diárias das ações de cada uma das empresas. ¹¹	Anderson e Fraser (2000); Hutchinson (2001); Pathan (2009)
Endividamento ($LEV_{i,t}$)	Nível de endividamento da empresa i no período t calculado pela divisão do passivo pelo total do ativo. Os dados foram recolhidos na base de dados SABI.	Fosu, Danso, Ahmad, e Coffie (2016); Psillaki e Daskalakis (2009); Sá, Neves, e Góis (2017)
Logaritmo da Dimensão da Empresa ($Log_DIM_{i,t}$)	Logaritmo da Dimensão da Empresa i no período t, calculado pelo número de ações em circulação multiplicado pelo seu preço individual. Dados recolhidos na base de dados SABI.	Al-Afeef (2020); Mathew, <i>et al.</i> (2018); Qurashi e Zahoor (2016)
Crescimento ($CRESC_{i,t}$)	Crescimento da empresa i no período t, calculado pelo logaritmo natural do valor total do ativo. Dados recolhidos na base de dados SABI.	Anton e Carp (2020)

¹¹ As cotações diárias foram recolhidas na base de dados do site: <https://pt.investing.com/equities/>, para cada uma das empresas no ano de 2019, acedendo aos dados históricos dos preços das ações.

Tabela 4 - Definição das variáveis (continuação)

Nome da variável	Descrição da variável utilizada	Estudos empíricos
Performance ($PERF_{it-1}$)	Performance financeira da empresa i no período $t-1$, calculado pelo ROA de $t-1$. Dados recolhidos na base de dados SABI.	Mathew <i>et al.</i> (2018)
Índice de Governo das Sociedades (IND_GOV)	Índice de Governo das Sociedades ASSET4. Este índice assume valores entre os 0 (fraca qualidade de governo das sociedades) e 100 (elevada qualidade de governo das sociedades). Dados recolhidos na base de dados <i>Datastream</i> .	Fauver e McDonald (2015); Tangjitprom (2013)

Fonte: Elaboração Própria.

2.4 O índice de Governo das Sociedades

A análise à qualidade de Governo das Sociedades será efetuada pelo índice ASSET4 disponibilizado pela *Datastream*. O índice avalia a performance das sociedades ao nível de três pilares que constituem o *ESG Score*: *Environmental*, *Social* e *Governance*. Para o presente estudo será considerado o *Governance Score* que inclui sessenta e oito *Key Performance Indicators* (KPI's) e atribui pontuações de 0 a 100, desde fraca qualidade de Governo das Sociedades até elevada qualidade de Governo das Sociedades. As categorias que compõem o *Governance Score* são: i) Estrutura do conselho de administração; ii) Política de remunerações; iii) Funções do conselho de administração; iv) Direitos dos acionistas; v) Visão e estratégia. A Tabela 5 representa em detalhe os KPI's que compõe cada categoria do ASSET4.

O Nível de Risco e a Qualidade de Governo das Sociedades: Estudo Aplicado às Empresas do PSI-20 e do IBEX 35

Tabela 5 - KPI's que compõem o Governance Score do ASSET4

Categoria	Key Performance Indicators
<i>Board Structure</i>	▪ <i>Background and Skills</i> ▪ <i>Board Diversity</i> ▪ <i>Board Member Affiliations</i> ▪ <i>CEO-Chairman Separation</i> ▪ <i>Experienced Board</i> ▪ <i>Implementation</i> ▪ <i>Improvements</i> ▪ <i>Independent Board Members</i> ▪ <i>Individual Re-election</i> ▪ <i>Mandates Limitation</i> ▪ <i>Monitoring</i> ▪ <i>Non-Executive Board Members</i> ▪ <i>Policy</i> ▪ <i>Size of Board</i> ▪ <i>Specific Skills</i> ▪ <i>Strictly Independent Board Members</i> ▪ <i>Term Duration</i>
<i>Compensation Policy</i>	▪ <i>Board Member Compensation</i> ▪ <i>Compensation Controversies</i> ▪ <i>Highest Remuneration Package</i> ▪ <i>Implementation</i> ▪ <i>Improvements</i> ▪ <i>Individual Compensation</i> ▪ <i>Long Term Objectives</i> ▪ <i>Monitoring</i> ▪ <i>Policy</i> ▪ <i>Remuneration Structure</i> ▪ <i>Stock Compensation</i> ▪ <i>Stock Option Program</i> ▪ <i>Sustainability Compensation Incentives</i>

O Nível de Risco e a Qualidade de Governo das Sociedades: Estudo Aplicado às Empresas do PSI-20 e do IBEX 35

Tabela 5 - KPI's que compõem o Governance Score do ASSET4 (continuação)

Categoria	Key Performance Indicators
<i>Board Functions</i>	▪ <i>Audit Committee Expertise</i> ▪ <i>Audit Committee Independence</i> ▪ <i>Audit Committee Management Independence</i> ▪ <i>Board Attendance</i> ▪ <i>Board Meetings</i> ▪ <i>Compensation Committee Independence</i> ▪ <i>Compensation Committee Management Independence</i> ▪ <i>Implementation</i> ▪ <i>Improvements</i> ▪ <i>Monitoring</i> ▪ <i>Nomination Committee Independence</i> ▪ <i>Nomination Committee Involvement</i> ▪ <i>Nomination Committee Management Independence</i> ▪ <i>Nomination Committee Processes</i> ▪ <i>Policy</i>
<i>Shareholders Rights</i>	▪ <i>Anti-Takeover Devices</i> ▪ <i>Available Articles of Association</i> ▪ <i>Implementation</i> ▪ <i>Improvements</i> ▪ <i>Majority Shareholders</i> ▪ <i>Monitoring</i> ▪ <i>Ownership</i> ▪ <i>Policy</i> ▪ <i>Share Structure</i> ▪ <i>Shareholder Controversies</i> ▪ <i>Voting Rights</i>
<i>Vision and Strategy</i>	▪ <i>CSR Reporting Auditor</i> ▪ <i>Challenges and Opportunities</i> ▪ <i>GRI Report</i> ▪ <i>Global Compact Signatory</i>

Tabela 5 - KPI's que compõem o Governance Score do ASSET4 (continuação)

Categoria	Key Performance Indicators
<i>Vision and Strategy</i>	▪ <i>Global Reporting</i> ▪ <i>Implementation</i> ▪ <i>Improvements</i> ▪ <i>Integrated Strategy</i> ▪ <i>Monitoring</i> ▪ <i>Policy</i> ▪ <i>Stakeholder Engagement</i> ▪ <i>Transparency</i>

Fonte: Oliveira (2016).

Zhao *et al.* (2018) afirmam que dados de ESG revelaram-se bons indicadores de medida de risco. Os autores analisaram uma amostra de empresas chinesas tendo em conta esses dados e concluíram que bons níveis de desempenho de ESG permitem melhorar o desempenho financeiro. Também a investigação de Ortas, Álvarez e Garayar (2015) ao utilizar o índice ASSET4 para empresas de Espanha, França e Japão, encontrou uma relação positiva entre dados ESG e o desempenho financeiro. De acordo com resultados obtidos por Sadiq, Singh, Raza e Mohamad (2020), fortes índice de ESG permitem aumentar o valor das empresas.

2.5 Desenvolvimento da hipótese

Como referido anteriormente, a gestão do risco no Governo das Sociedades é uma questão fulcral para que as empresas possam corresponder às expectativas dos seus investidores e restantes *stakeholders*, de forma a assegurar a sua sustentabilidade no futuro.

A teoria da agência sugere que os gestores devem atuar de acordo com os interesses dos acionistas, defendendo os investimentos realizados por eles. De acordo com Nahar, Jubb e Azim (2016), os detentores de capital podem utilizar diversos mecanismos de Governo das Sociedades que lhes permitem monitorizar a gestão, e assim, garantir que não existem divergência de interesses.

A maioria dos estudos existentes na literatura centram-se apenas em alguns mecanismos de Governo das Sociedades em específico, por exemplo a composição do conselho de

administração (McKnight & Weir, 2009); estrutura de propriedade (Horsthuis, 2019); políticas de remunerações (Gillan, 2006); ou ainda as leis e regulamentos (Dahya *et al.*, 2008). No entanto, nos últimos anos começaram a ser realizados estudos mais atuais em que são considerados vários aspetos de governo, não só financeiros mas também ambientais e sociais, através de índices elaborados por entidades especializadas que se tornam extremamente úteis para os investidores nas suas tomadas de decisão.

Quando as empresas detêm um bom Governo das Sociedades, em que existe transparência e gestão eficaz do risco, são capazes de proteger os interesses dos seus acionistas e restantes *stakeholders* bem como evitar a deterioração da sua estrutura que pode levar a perdas avultadas e até à falência Rehman, Ramzan, Haq, Hwang, e Kim (2021).

Wamb, Braune e Hikkerova (2018) através da utilização do índice ASSET4, constataram que boas práticas de Governo das Sociedades tendem a diminuir o risco sistemático. Na mesma linha de investigação, Koerniadi, Krishnamurti e Rad (2014), concluíram que empresas com conselhos de administração maiores estão associadas a níveis mais baixos de risco. Os autores referem ainda que a presença de grandes acionistas na estrutura de propriedade das empresas aumenta os níveis de risco pois existe a tendência para a assunção de mais riscos.

Assim, a hipótese em estudo será:

Hipótese 1: As empresas que apresentam melhores níveis de Governo das Sociedades são as que têm menor risco associado.

2.6 Formulação do modelo

O objetivo do presente estudo é analisar e medir o impacto que o Governo das Sociedades tem no risco de empresas cotadas nos principais índices bolsistas de Portugal e Espanha, seguindo a linha de investigação de Mathew *et al.* (2018). Como já descrito anteriormente, os dados relativos ao Governo das Sociedades foram recolhidos através da base de dados *Datastream*. O modelo proposto consiste numa regressão linear cuja variável dependente é representada pelo logaritmo natural do risco total ($Risco_{it}$) e a variável independente é a classificação do Governo das Sociedades atribuída pelo ASSET4 (IND_GOV). Com a intenção de melhorar a capacidade explicativa do modelo são consideradas como variáveis de controlo o nível de endividamento (LEV_{it}); a Dimensão da empresa

(Log_DIM); o crescimento da empresa ($CRESC_{it}$) e a performance financeira da empresa no ano $t-1$ ($PERF_{it-1}$).

Assim, seguindo a linha de investigação de Cheng (2008), Pathan (2009) e Mathew *et al.* (2018), o modelo adotado será dado pela seguinte expressão:

$$\begin{aligned} Ln(Risco_{it}) = & \alpha_0 + \alpha_1 IND_GOV + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 Log_DIM_{i,t} + \alpha_4 CRESC_{it} + \\ & \alpha_5 PERF_{it-1} + \sum_{j=1-8} \alpha_j (Industry\ Dummies_{it}) + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Onde:

$Ln(Risco)_{it}$ = Logaritmo natural do risco total da empresa i no período t calculado pelo desvio-padrão das cotações diárias das ações;

IND_GOV = Índice de Governo das Sociedades ASSET4;

LEV_{it} = Nível de endividamento da empresa i no período t , calculado através da divisão do passivo pelo total do ativo;

$Log_DIM_{i,t}$ = Logaritmo da Dimensão da Empresa i no período t , calculado através do número de ações em circulação multiplicado pelo seu preço individual;

$CRESC_{it}$ = Crescimento da Empresa i no período t , calculado pelo logaritmo natural do total do ativo;

$PERF_{it-1}$ = Performance financeira da empresa i no período $t-1$, calculado pelo ROA de $t-1$;

$Industry\ Dummies$ = Variável de controlo que assume o valor de 1 se a observação pertencer a uma determinada indústria, 0 caso contrário.

ε_{it} = Erro de estimação para a empresa i no período t .

A variável dependente (logaritmo natural do risco) representa o risco total da empresa que reflete tanto o risco sistemático como o risco não sistemático. Os gestores e outras entidades monitorizam com frequência este tipo de risco em relação aos ativos e passivos da empresa (Pathan, 2009).

A variável endividamento foi considerada pois representa o quanto as empresas recorrem à dívida para se financiarem, quanto maior o seu grau de alavancagem financeira maior o risco associado (Vieira, Nogueira, Moreira, Costa & Santos 2014). Jensen (1986) considera que o rácio de endividamento aumenta o risco da empresa falir, deste modo, esta variável tem um efeito moderador sobre a gestão (como citado em Wamba, Braune & Hikkerova, (2018).

A Dimensão foi incluída no sentido de que empresas maiores lidam melhor com flutuações de mercado e têm acesso a melhores condições nos empréstimos (Ferri & Jones, 1979). De acordo com Li *et al.* (2013), as empresas de maior dimensão estão associadas a menores níveis de incerteza por parte dos investidores pois existe mais informação disponível no mercado.

A variável Crescimento representa o quanto a empresa se pode expandir para novos mercados e para novos projetos mitigando, assim, o seu risco (Mathew *et al.* 2018). De acordo com Sá (2013), as empresas com maiores oportunidades de crescimento deparam-se com mais incertezas sendo obrigadas a fazer uma gestão do risco mais cuidadosa.

A Performance financeira, medida pelo ROA do ano anterior, evidencia as alterações de investimento que as empresas fazem num determinado ano tendo em conta o seu desempenho anterior, com vista a controlar o risco (Cheng, 2008).

3 Análise dos Resultados

Este capítulo pretende apresentar as estatísticas descritivas obtidas das variáveis, analisar os resultados obtidos pela estimação do modelo, nomeadamente da relação existente entre o índice de Governo das Sociedades e o risco. Tendo em conta a utilização de uma regressão linear, serão realizados alguns testes de diagnóstico para aferir a validade estatística dos dados. O primeiro teste será a verificação da existência de problemas de multicolinearidade através do método VIF. O teste de *White* será efetuado para a verificação de heterocedasticidade dos resíduos e, por fim, o teste da normalidade dos resíduos.

3.1 Estatísticas Descritivas

Neste ponto serão apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo. A Tabela 5 apresenta a média, mediana, mínimo, máximo e desvio padrão da variável dependente, independente e das variáveis de controlo.

Tabela 6 - Estatísticas descritivas das variáveis

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Ln (Risco)	2.2080	2.4595	-1.2640	4.3540	1.1557
IND_GOV	54.098	57.890	10.670	87.450	20.600
LEV	0.5051	0.5319	0.0130	0.9182	0.2312
Log_DIM	8.5166	8.6301	4.4919	11.493	1.4659
CRESC	8.2317	8.2130	4.9690	11.363	1.4352
PERF (%)	6.2475	2.8300	-20.380	34.099	10.219

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Os resultados das estatísticas descritivas foram obtidos no programa *Gretl*. A variável Ln (Risco) é a variável dependente do modelo e representa o logaritmo natural do risco total da empresa que foi calculado pelo desvio-padrão das cotações diárias das ações de cada uma das empresas; o IND_GOV representa o índice de governo das sociedades do ASSET4 sendo que assume valores entre 0 (fraca qualidade de governo das sociedades) e 100 (elevada qualidade de governo das sociedades), foi obtido na base de dados *Datastream*. LEV representa o nível de endividamento, calculado pela divisão do passivo pelo total do ativo; Log_DIM é o logaritmo da dimensão calculado pela multiplicação do número de ações em circulação pelo seu preço individual; CRESC representa o crescimento e foi obtido pelo Ln do valor total do ativo; PERF é a performance financeira representada pelo ROA de t-1. Os dados financeiros relativos a estas variáveis foram recolhidos na base de dados SABI.

A variável Ln (Risco) apresenta valores que oscilam entre -1.2640 e 4.3540. A média e mediana apresentam valores muito próximos. O valor do desvio padrão demonstra uma dispersão em torno da média de 1.1557, com isto, podemos considerar que existe pouca dispersão nos valores do risco das empresas.

O índice de governo (IND_GOV) apresenta um valor mínimo de 10.670 e máximo de 87.450 evidenciando uma oscilação bastante acentuada de valores. Verifica-se que a média apresenta um valor inferior à mediana. Pela observação do valor do desvio padrão podemos afirmar que existe uma elevada dispersão em torno da média.

A variável nível de endividamento (LEV) tem valores compreendidos entre 0.0130 e 0.9182. A média e a mediana revelam valores muito próximos o que pode indicar uma

convergência de valores. O desvio padrão apresenta uma dispersão em torno da média de 0.2312.

Pela análise à variável Dimensão (*Log_DIM*) verifica-se que, em média, as empresas estão valorizadas em cerca de 8.52 milhões de euros. O valor mínimo é de 4.49 milhões de euros e o máximo é de 11.49 milhões de euros. A média e a mediana apresentam valores muito próximos e pela análise do desvio padrão, conclui-se que a dispersão em volta da média é relativamente baixa.

Quanto ao Crescimento (*CRESC*), os valores estão situados entre 4.9690 e 11.363. A média e mediana apresentam valores muito aproximados e o desvio padrão é de apenas 1.4352.

Por fim, a Performance apresenta uma variação entre -20.38% e 34.10%. O valor médio de desempenho das empresas situa-se nos 6.2475, bem superior à mediana. O desvio padrão é elevado, demonstrando existir uma dispersão acentuada em torno da média.

3.2 Estimação do modelo

A finalidade do presente estudo é verificar a relação existente entre os níveis de Governo das Sociedades e o seu nível de risco, tendo em conta a hipótese 1 em que se espera que haja uma relação negativa entre as duas variáveis. Na Tabela 8 e na Tabela 9 são apresentados os principais resultados da estimação da regressão apresentada no ponto 2.6. através da utilização do modelo dos Mínimos Quadrados.

Tabela 7 - Resultados da estimação do modelo

Variáveis	Coefficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
Constante	3.05139	0.929706	3.282	<u>0.0023</u>	***
LEV	-1.66752	0.896364	-1.860	<u>0.0713</u>	*
<i>Log_DIM</i>	0.123593	0.167755	0.7367	0.4662	
CRESC	0.00516238	0.238006	0.02169	0.9828	
PERF	-0.0461449	0.0163407	-2.824	<u>0.0078</u>	***
IND_GOV	-0.0149856	0.00993959	-1.508	0.1406	

Fonte: Elaboração própria

O Nível de Risco e a Qualidade de Governo das Sociedades: Estudo Aplicado às Empresas do PSI-20 e do IBEX 35

Tabela 7 - Resultados da estimação do modelo (continuação)

Nota: Os resultados das estatísticas descritivas foram obtidos no programa *Gretl*. LEV representa o nível de endividamento, calculado pela divisão do passivo pelo total do ativo; Log_DIM é o logaritmo da dimensão calculado pela multiplicação do número de ações em circulação pelo seu preço individual; CRESC representa o crescimento e foi obtido pelo Ln do valor total do ativo; PERF é a performance financeira representada pelo ROA de t-1. IND_GOV é o índice de governo das sociedades do ASSET4 sendo que assume valores entre 0 (fraca qualidade de governo das sociedades) e 100 (elevada qualidade de governo das sociedades), foi obtido na base de dados *Datastream*. Os dados financeiros relativos às variáveis foram recolhidos na base de dados SABI. Os asteriscos indicam o nível de significância sendo que ***, ** e * representam 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Tabela 8 - Resultados do poder explicativo do modelo

R-quadrado	R-quadrado ajustado	valor P(F)
0.265220	0.139257	0.028415

Fonte: Elaboração própria

Nota: Dados obtidos através do programa *Gretl*.

Pela observação dos resultados obtidos na Tabela 8, constata-se que a variável LEV, que corresponde ao nível de endividamento, influencia a variável dependente (risco) com um nível de significância de 10%. Ou seja, as empresas que apresentam níveis mais altos de endividamento estão expostas a níveis mais altos de risco. Este resultado vai ao encontro da evidência empírica apresentada por Li *et al.* (2013), James-overheu e Cotter (2009) e Lee, Y. Kim e Kim (2016). Ainda assim, Mathew *et al.* (2018) não demonstrou existir uma relação entre o endividamento das empresas e o seu nível de risco.

A variável PERF, que nos indica a performance financeira, demonstra ter uma relação forte com o risco, apresentado uma significância estatística de 1%. Deste modo, podemos afirmar que as empresas com melhor desempenho tendem a apresentar níveis mais altos de risco. A mesma conclusão foi obtida por Hutchinson (2001). Os resultados do estudo de Chang, Yu e Hung (2015) demonstraram que as empresas com melhores níveis de Governo das Sociedades apresentavam níveis mais altos de performance e menor risco. Miller e Bromiley (1990) concluíram que as empresas com baixa performance têm tendência a assumir projetos mais arriscados. Quon *et al.* (2012) e Sassen, Hinze e Hardeck (2016) não encontraram uma relação significativa entre a performance das empresas e o nível de risco.

A variável independente (IND_GOV) não apresenta relação estatística com a variável dependente, ou seja, a hipótese em estudo não foi validada. Isto significa que as empresas

com melhores níveis de Governo das Sociedades não são necessariamente as que têm menor risco associado. Esta evidência não é consistente com os resultados de Wamba *et al.* (2018), Haryono e Paminto (2015), Mathew *et al.* (2018) e Lingel e Sheedy (2012), que nas suas investigações, demonstraram existir uma relação significativa entre o índice de governo e o risco das empresas.

As variáveis *Log_DIM* e *CRESC*, que representam a dimensão e o crescimento, não apresentam uma relação estatisticamente significativa com a variável dependente do modelo, ou seja, com o risco. Mathew *et al.* (2018) também não encontrou uma relação entre o risco e o crescimento, mas quanto à dimensão da empresa, demonstrou que as empresas de maiores dimensões apresentam níveis mais baixos de risco.

Quanto ao poder explicativo do modelo, representado pelo coeficiente de determinação R-quadrado, o valor de 0.265, significa que cerca de 27% da variável risco é explicada pela variável independente. Esta correlação é significativa, pois $p\text{-value} = 0,028 < 0,05$ (5%). O valor está próximo do resultado obtido por Hutchinson (2001) que obteve um R-quadrado de 0.289.

3.3 Testes de diagnóstico ao modelo

Sendo que o modelo apresentado neste estudo tem subjacente a formulação de uma regressão linear, importa realizar alguns testes de forma a verificar se existem problemas que invalidem os resultados.

O primeiro teste realizado foi o da colinearidade/multicolinearidade. A colinearidade analisa a relação existente entre duas variáveis independentes e a multicolinearidade trata da relação de mais de duas variáveis independentes. Assim, será feita uma análise da correlação entre as variáveis pelo método *Variance Inflation Factor* (VIF) em que os valores a obter devem ser inferiores a 10 para que não se verifique a existência de problemas de colinearidade.

No Anexo 2 são apresentados os resultados obtidos pela realização do teste de Colinearidade no programa *Gretl*.

Pela observação dos valores obtidos, conclui-se que não existem problemas de colinearidade entre as variáveis independentes consideradas na regressão linear em estudo.

Para que as inferências estatísticas não fiquem comprometidas é necessário também analisar se existe heterocedasticidade nos resíduos. Assim, a regressão será testada utilizando a matriz robusta de *White* que corrige a estimação dos erros-padrão, validando os testes estatísticos. Caso se verifique a presença de heterocedasticidade nos resíduos, será aplicada a matriz de *White* para solucionar o problema.

A hipótese nula será: sem heterocedasticidade.

Ao analisar os valores obtidos do teste *White* realizados no programa *Gretl* (Anexo 3), aceita-se a hipótese nula, $p\text{-value} = 0,077493 > 0,05$. Confirma-se a tendência homocedástica do modelo.

Será também realizado o teste da normalidade dos resíduos. A hipótese nula será: o erro tem distribuição Normal.

Conforme se pode verificar no Anexo 4 e no Gráfico 2, os resultados demonstram que se rejeita a hipótese nula, $p\text{-value} = 0,037644 < 0,05$, ou seja, os resíduos não apresentam distribuição normal.

CONCLUSÃO

O Governo das Sociedades tem vindo a ganhar ao longo das últimas décadas cada vez maior importância. Os sucessivos escândalos financeiros que ocorreram nos EUA e na Europa levantaram sérias questões acerca da atuação dos gestores dentro das empresas motivando ao aparecimento de uma série de leis e regulamentos com o intuito de recuperar e reforçar a confiança de todos os *stakeholders* e de melhorar a qualidade de governo das empresas.

A grande maioria dos estudos existentes na literatura pretendem analisar a relação existente entre o Governo das Sociedades e a performance das empresas. Este estudo relaciona outra vertente também importante no Governo das Sociedades, o risco. A teoria da agência sugere que o conflito de interesses existente entre acionistas e gestores leva a que a tomada de riscos seja abaixo do que seria desejável pelos investidores (Chakraborty *et al.*, 2019) e este desacordo, tem implicações inevitáveis no desempenho das empresas (Rehman *et al.*, 2021). Para que os interesses entre acionistas e gestores estejam alinhados, existem, conforme exposto na revisão de literatura, diversos mecanismos (internos e externos) de Governo das Sociedades.

Relativamente à evolução da regulamentação, ficou claro que é crescente a preocupação dos vários países em emitir normas e recomendações que devem ser praticadas pelas empresas, principalmente as que detêm valores cotados em bolsa. Ainda que, se pretenderam melhorar a sua estrutura de gestão, as restantes empresas também podem seguir as recomendações sobre o Governo das Sociedades.

O presente estudo teve como principal objetivo analisar a relação existente entre a qualidade de Governo das Sociedades e o risco das empresas. Assim, com recurso ao índice ASSET4 foram obtidas as pontuações de governo de cada uma das 42 empresas constituintes da amostra, e para determinar o risco de cada uma delas foram recolhidas as cotações diárias das ações ao longo do ano de 2019 e calculado o seu desvio-padrão. A hipótese foi formulada e testada seguindo a linha de investigação de (Mathew *et al.*, 2018).

Quanto ao modelo formulado, foi definida como variável dependente o risco, como variável independente o índice de governo do ASSET4, e para melhorar o poder

explicativo do modelo foram consideradas como variáveis de controlo o nível de endividamento, o logaritmo da dimensão, o crescimento e a performance financeira.

Os resultados obtidos não permitiram validar a hipótese em estudo, ou seja, constatou-se que as empresas que apresentam melhores níveis de Governo das Sociedades não são as que têm menor risco associado. Contudo, é possível encontrar na literatura estudos, (por exemplo, Wamba *et al.*, 2018; Haryono & Paminto, 2015; Mathew *et al.*, 2018), que demonstram que níveis de governo mais altos estão associados a empresas menos arriscadas. Por outro lado, encontrou-se uma relação estatisticamente significativa entre a variável endividamento e o risco, como seria de esperar, o nível de endividamento das empresas reflete-se no seu risco, tornando-as mais vulneráveis.

A variável que apresentou ter uma relação mais forte com o risco foi a performance financeira, sugerindo que altos níveis de desempenho implicam níveis mais altos de risco. Esta evidência leva-nos a concluir que as empresas com uma estrutura mais forte, na expectativa de obter melhores resultados, tendem a assumir mais riscos. Apesar disto, alguns estudos não encontraram relação entre performance e risco como foi o caso de Quon *et al.* (2012) e Sassen, Hinze e Hardeck (2016).

O crescimento e a dimensão das empresas foram também duas variáveis que não apresentaram relevância estatística no modelo, ou seja, não influenciam o nível de risco.

O objetivo deste estudo era verificar se as empresas com melhores níveis de Governo das Sociedades eram as que apresentavam menor nível de risco. De acordo com os resultados obtidos, não validamos a hipótese em investigação.

Uma das limitações deste estudo prende-se com o facto de a amostra ser de reduzida dimensão. Certamente que uma amostra mais significativa permitiria a obtenção de resultados mais coesos. Outra limitação que podemos apontar é apenas terem sido recolhidos dados para um ano. A escassez de estudos relacionando o risco com índices de governo também constituiu uma limitação na comparação de resultados.

O Governo das Sociedades é um tema atual e com um campo de pesquisa muito abrangente. Para futuras investigações, sugere-se a observação do nível de risco das empresas com valores cotados em bolsas de outros países e com um horizonte temporal mais alargado. Seria interessante também incluir outras variáveis e recolher outro índice para medir a qualidade de governo. Infelizmente vivemos uma pandemia que terá

repercussões inevitáveis na atividade de muitas empresas, assim, estudar o efeito deste impacto na governação das organizações seria um interessante tópico de análise.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R. M., & Williamson, R. (2007). Do US firms have the best corporate governance? A cross-country examination of the relation between corporate governance and shareholder wealth [Working Paper N° 12819]. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA.

Al-Afeef, M. A. M. (2020). Factors affecting market capitalization: A practical study ase 1978-2019. *International Journal of Scientific and Technology Research*, 9(3), 7049–7053.

Aman, H., & Nguyen, P. (2008). Do stock prices reflect the corporate governance quality of Japanese firms? *Journal of the Japanese and International Economies*, 22(4), 647–662. <https://doi.org/10.1016/j.jjie.2008.05.001>

Anderson, R. C., & Fraser, D. R. (2000). Corporate control, bank risk taking, and the health of the banking industry. *Journal of Banking and Finance*, 24(8), 1383–1398. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(99\)00088-6](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(99)00088-6)

Antas, A. (2016). *Corporate Governance e o Desempenho Das Empresas Portuguesas*. Tese de mestrado, Instituto Universitário de Lisboa. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10071/14042>

Anton, S. G., & Carp, M. (2020). The effect of discretionary accruals on firm growth. Empirical evidence for smes from emerging europe. *Journal of Business Economics and Management*, 21(4), 1128–1148. <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.12734>

Arnaboldi, F., & Casu, B. (2012). Corporate governance in European banking. *Research Handbook on International Banking and Governance*, January, 588–609. <https://doi.org/10.4337/9781849806107.00046>

Baliga, B. R., Moyer, R. C., & Rao, R. S. (1996). CEO duality and firm performance: What's the fuss? *Strategic management journal*, 17(1), 41-53. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199601\)17:1](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199601)17:1)

Batista, C. D. B. (2009). As Variáveis Determinantes na Escolha do Modelo de Corporate Governance em Portugal. Tese de mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do

Porto. Disponível em: <https://hdl.handle.net/10216/56107>

Bathala, C. T., & Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16(1), 59–69. <https://doi.org/10.1002/mde.4090160108>

Bolton, P., Becht, M., & Röell, A. (2002). Corporate governance and control [Working Paper N° 9371]. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w9371>

Bhagat, S., & Black, B. S. (1998). Independent directors. *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Peter Newman, ed, 2, 283-287.

Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2(2), 89–108. [https://doi.org/10.1016/S1566-0141\(01\)00012-7](https://doi.org/10.1016/S1566-0141(01)00012-7)

Black, B. S., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413. <http://dx.doi.org/10.1093/jleo/ewj018>

Braendle, U. C., & Noll, J. (2005). The Societas Europaea - A Step Towards Convergence of Corporate Governance Systems? *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.704881>

Bratton, W. W. (2018). The Modern Corporation and Private Property Revisited: Gardiner Means and the Administered Price. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3247924>

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>

Câmara, P. (2002). “Códigos de governo das Sociedades. *Cadernos Do Mercado de Valores Mobiliários*, N° 15(1), pp.65-90.

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

- Charreaux, G. (2000). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. *Revue du financier*, 127, 6-17.
- Chakraborty, A., Gao, L., & Sheikh, S. (2019). Corporate governance and risk in cross-listed and Canadian only companies. *Management Decision*, 57(10), 2740–2757. <https://doi.org/10.1108/MD-10-2017-1052>
- Chang, C. S., Yu, S. W., & Hung, C. H. (2015). Firm risk and performance: the role of corporate governance. *Review of Managerial Science*, 9(1), 141–173. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0132-x>
- 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>
- Conyon, M. J. (2006). Executive compensation and incentives. *Academy of Management Perspectives*, 20(1), 25-44. <https://doi.org/10.5465/amp.2006.19873408>
- Cormier, D., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2010). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49(8), pp. 1276-1304. <https://doi.org/10.1108/00251741111163124>
- Costa, F., & Santos, J. (2011). *Corporate Governance: Marcos Históricos e a Atualidade em Portugal*. 1–26.
- Cremers, K. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00819.x>
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73–100. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.005>
- Denis, D. K. (2001). Twenty-five years of corporate governance research...and counting. *Review of Financial Economics*, 10(3), 191–212. [https://doi.org/10.1016/S1058-3300\(01\)00037-4](https://doi.org/10.1016/S1058-3300(01)00037-4)
- 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>
- Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267–293. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x>

- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x>
- Elbling, P. D. R. (2015). *Fraude e suas implicações em auditoria*. Tese de mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa. Disponível em: <http://repositorio.ipl.pt/handle/10400.21/6574>
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2009). Corporate governance ratings and firm performance. *Financial Management*, 38(1), 139-160. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01031.x>
- Fauver, L., & McDonald, M. B. (2015). Culture, agency costs, and governance: International evidence on capital structure. *Pacific Basin Finance Journal*, 34, 1–23. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.05.001>
- Fauzi, F., & Locke, S. (2012). Board structure, ownership structure and firm performance: A study of New Zealand listed-firms. *Journal of Accounting of Finance*, 8(2), 43-67.
- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of Financial Structure: A New Methodological Approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631. <https://doi.org/10.2307/2327431>
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, 140–150. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.05.002>
- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 381–402. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2005.11.002>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156. <https://doi.org/10.1162/00335550360535162>
- Gregory, H. J., & Simms, M. E. (1999). Corporate Governance: What it is and Why it Matters. *The 9th International Anti-Corruption Conference, October*, 1–20.
- Gul, F. A. A., & Qiu, H. (2005). Legal Protection, Corporate Governance and Information Asymmetry in Emerging Financial Markets. *SSRN Electronic Journal*.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.298169>

Haryono, U., & Paminto, A. (2015). Corporate Governance and Firm Value : The Mediating Effect of Financial Performance and Firm Risk. *Journal of Business and Management*, 7(35), 18–24.

Hatane, S. E., Supangat, S., Tarigan, J., & Jie, F. (2019). Does internal corporate governance mechanism control firm risk? Evidence from Indonesia's three high-risk sectors. *Corporate Governance (Bingley)*, 19(6), 1362–1376. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2019-0071>

Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (2001). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature [Working Paper Nº 8161]. *National Bureau of Economic Research*, Cambridge, MA. <https://doi.org/10.3386/w8161>

Horsthuis, L. (2019). *Internal Corporate Governance Mechanisms and Corporate Performance: Evidence From Dutch Listed Firms*. Master's thesis, University of Twente. Disponível em: <http://purl.utwente.nl/essays/79901>

Hughes, J. P. (2005). Ultimate control and corporate value: Evidence from the UK. *Financial Reporting, Regulation and Governance*, 4(2).

Hutchinson, M. (2001). Firm risk, corporate governance and firm performance. In *Governance and corporate social responsibility in the new millennium: Governance and Social Responsibility Conference: proceedings of the 2001 Conference, 26th & 27th November 2001* (pp. 1-16). School of Accounting and Finance, Deakin University. <https://doi.org/10.1.1.199.3426>

IPCG (2018). *Código de Governo das Sociedades*. Instituto Português de Corporate Governance.

James-Overheu, C., & Cotter, J. (2009). Corporate governance, sustainability and the assessment of default risk. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 1(1), 34-53.

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. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.

<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>

Jensen, M. C. (1986). The Takeover Controversy: Analysis and Evidence. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.173452>

John, K., Litov, L., & Yeung, B. (2008). Corporate governance and risk-taking. *The journal of finance*, 63(4), 1679-1728. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01372.x>

Kalsie, A., & Shrivastav, S. M. (2016). Analysis of board size and firm performance: Evidence from NSE companies using panel data approach. *Indian Journal of Corporate Governance*, 9(2), 148–172. <https://doi.org/10.1177/0974686216666456>

Karabulut, A. T. (2015). Effects of innovation strategy on firm performance: a study conducted on manufacturing firms in Turkey. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 195, 1338-1347. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.06.314>

Karuna, C. (2007). Industry product market competition and managerial incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2–3), 275–297. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.02.004>

Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)

Kleffner, A. E., Lee, R. B., & McGannon, B. (2003). The Effect of Corporate Governance on the Use of Enterprise Risk Management: Evidence From Canada. *Risk Management*, 6(1), 53–73. <https://doi.org/10.1111/1098-1616.00020>

Koerniadi, H., Krishnamurti, C., & Tourani-Rad, A. (2014). Corporate governance and risk-taking in New Zealand. *Australian Journal of Management*, 39(2), 227–245. <https://doi.org/10.1177/0312896213478332>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *The journal of finance*, 52(3), 1131-1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Investor

protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.183908>

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The journal of finance*, 57(3), 1147-1170. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00457>

Lam, T. Y., & Lee, S. K. (2008). CEO duality and firm performance: Evidence from Hong Kong. *Corporate Governance*, 8(3), 299–316. <https://doi.org/10.1108/14720700810879187>

Lee, S., Kim, Y. K., & Kim, K. (2016). Corporate governance, firm risk, and corporate social responsibility: Evidence from korean firms. *Journal of Applied Business Research*, 32(1), 303–316. <https://doi.org/10.19030/jabr.v32i1.9539>

Lehmann, E., & Weigand, J. (2007). Does the governed corporation perform better? Governance structures and corporate performance in Germany. *Corporate Governance and Corporate Finance: A European Perspective*, 1932, 491–522. <https://doi.org/10.4324/9780203940136>

Li, H., Jahera, J. S., & Yost, K. (2013). Corporate risk and corporate governance: another view. *Managerial Finance*, 39(3), 204–227. <https://doi.org/10.1108/03074351311302773>

Li, Y. (2010). The Case Analysis of the Scandal of Enron. *International Journal of Business and Management*, 5(10), 37–41. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v5n10p37>

Lingel, A., & Sheedy, E. A. (2012). The Influence of Risk Governance on Risk Outcomes - International Evidence. *SSRN Electronic Journal*, 37, 1–53. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2187116>

Lourenço, M., Sarmiento, M., & Rebelo, B. (2008). Corporate governance–factor de prevenção da fraude contabilística. *Revista TOC*, 101, pp. 51-53.

Low, S. W., Tee, L. T., & Kew, S. R. (2015). Does the quality of governance matter for equity market risk? Evidence from emerging and developed equity markets. *Journal of Business Economics and Management*, 16(3), 660–674. <https://doi.org/10.3846/16111699.2012.720595>

Mackey, A., Mackey, T. B., & Barney, J. B. (2007). Corporate social responsibility and

firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of management review*, 32(3), 817-835. <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275676>

Mathew, S., Ibrahim, S., & Archbold, S. (2018). Corporate governance and firm risk. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(1), 52–67. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2017-0024>

McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139–158. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2007.09.008>

Miller, K. D., & Bromiley, P. (1990). Strategic Risk and Corporate Performance: an Analysis of Alternative Risk Measures. *Academy of Management Journal*, 33(4), 756–779. <https://doi.org/10.5465/256289>

Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1681–1705. <https://doi.org/10.5465/amj.2012.0728>

Morais, G. C. T. (2011). La Responsabilidad Del Control Interno En El Gobierno Corporativo: Caso Portugal/España.

Nahar, S., Jubb, C., & Azim, M. I. (2016). Risk governance and performance: a developing country perspective. *Managerial Auditing Journal*, 31(3), 250–268. <https://doi.org/10.1108/MAJ-02-2015-1158>

OCDE (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. *Organização Para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico*, 70.

OECD (2016), *Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE*, OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>

Ortas, E., Álvarez, I., & Garayar, A. (2015). The environmental, social, governance, and financial performance effects on companies that adopt the United Nations Global Compact. *Sustainability (Switzerland)*, 7(2), 1932–1956. <https://doi.org/10.3390/su7021932>

Palepu, K., & Healy, P. M. (2005). The Fall of Enron. *SSRN Electronic Journal*, 03. <https://doi.org/10.2139/ssrn.417840>

Passos, C. (2017). Governo das Sociedades. *Gestão e Desenvolvimento*, 25, 121–147.

Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. *Journal of Banking and Finance*, 33(7), 1340–1350. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.02.001>

Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. *Accounting and Business Research*, 30(4), 313–326. <https://doi.org/10.1080/00014788.2000.9728949>

Pervan, M., Pervan, I., & Todoric, M. (2012). Firm Ownership and Performance: Evidence for Croatian Listed Firms. *World Academy of Science, Engineering and Technology*, 6(1), 964–970.

Pickett, K. S. (2005). Auditing the risk management process. John Wiley & Sons.

Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific? *Small Business Economics*, 33(3), 319–333. <https://doi.org/10.1007/s11187-008-9103-4>

Quon, T. K., Zeghal, D., & Maingot, M. (2012). Enterprise Risk Management and Firm Performance. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 62, 263–267. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.042>

Qurashi, M., & Zahoor, M. (2016). Impact of profitability, bank and macroeconomic factors on the market capitalization of the Middle Eastern banks. *International Journal of Business and Management Invention*, 5, 56–62.

Rehman, H., Ramzan, M., Haq, M. Z. U., Hwang, J., & Kim, K. B. (2021). Risk management in corporate governance framework. *Sustainability*, 13(9), 1–17. <https://doi.org/10.3390/su13095015>

Ribeiro, N. M. da R., & Oliveira, H. M. S. de. (2016). Governo das Sociedades e a Responsabilidade Social: Estudo de caso das empresas cotadas no PSI20. *Revista de Contabilidade e Finanças*, 124, 24–32.

Rizki, A., & Jasmine, A. (2018). Investor Protection, Corporate Governance, Firm Value: Research on the Companies in Asia. *KnE Social Sciences*, 3(10), 547–565. <https://doi.org/10.18502/kss.v3i10.3403>

Rodrigues, A. P. J. (2015). *A remuneração dos órgãos de fiscalização das sociedades anónimas*. Tese de mestrado, Universidade Católica Portuguesa. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10400.14/18178>

Sá, T. M., Neves, E. D., & Góis, C. G. (2017). The influence of corporate governance on changes in risk following the global financial crisis: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Management and Governance*, 21(4), 841–878. <https://doi.org/10.1007/s10997-016-9361-5>

Sadiq, M., Singh, J., Raza, M., & Mohamad, S. (2020). The impact of environmental, social and governance index on firm value: Evidence from Malaysia. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 10(5), 555–562. <https://doi.org/10.32479/ijeep.10217>

Sáenz González, J., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419–440. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1700-8>

Sharma, N. (2017). Corporate governance mechanisms in India. *International Journal for Advance Research and Development*, 2(5), 132-137.

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

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>

Santos, F. T. D. (2000). A importância do corporate governance: uma perspectiva institucional. Recuperado de: https://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/CorporateGovernance_Barclays.pdf

Santos, J. A. N. dos. (2009). “*Corporate governance*”: desenvolvimentos recentes ea realidade portuguesa. 1–248. Tese de mestrado, Universidade Aberta. Disponível em: <http://repositorioaberto.uab.pt/handle/10400.2/1581>

Sassen, R., Hinze, A. K., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*, 86(8), 867–904. <https://doi.org/10.1007/s11573->

016-0819-3

Sá, T. M. N. (2013). A evolução do conceito de gestão do risco e a sua ligação com o governo das sociedades. In XIV Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria. Centro de Reuniões da FIL, Parque das Nações, Lisboa.

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

Tangjitprom, N. (2013). The Role of Corporate Governance in Reducing the Negative Effect of Earnings Management. *International Journal of Economics and Finance*, 5(3), 213–220. <https://doi.org/10.5539/ijef.v5n3p213>

Tao, N. B., & Hutchinson, M. (2013). Corporate governance and risk management: The role of risk management and compensation committees. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 9(1), 83–99. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.03.003>

Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y)

Thomsen, S., & Conyon, M. (2012). *Corporate Governance* 1e. McGraw Hill.

Vaidya, P. N. (2019). Board Size and Firm Performance: a Study on Bse 100 Companies. *Journal of Management*, 10(3), 117–123. <https://doi.org/10.34218/jom.6.3.2019.013>

Vieira, K. V., Nogueira, T. C. D. S., Moreira, M. D. C., Costa, G. Z., & Santos, D. F. L. (2014). Alavancagem e desempenho financeiro: uma análise comparativa. *Revista de Administração e Contabilidade da FAT*, 6(1), 88-104.

Wamba, L., Braune, E., & Hikkerova, L. (2018). Does shareholder-oriented corporate governance reduce firm risk? Evidence from listed European companies. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 295–311. <https://doi.org/10.1108/JAAR-02-2017-0033>

Wang, C. J. (2012). Board size and firm risk-taking. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(4), 519–542. <https://doi.org/10.1007/s11156-011-0241-4>

Xanthakis, M., Tsipouri, L., & Spanos, L. (2011). The Construction of a Corporate Governance Rating System for a Small Open Capital Market: Methodology and Applications in the Greek Market. *SSRN Electronic Journal*, December 2004, 1–15.

<https://doi.org/10.2139/ssrn.667623>

Yermack, D. (1996). Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)

Zattoni, A., & Cuomo, F. (2010). How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of good governance codes. *British Journal of Management*, 21(1), 63–79. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2009.00669.x>

Zhao, C., Guo, Y., Yuan, J., Wu, M., Li, D., Zhou, Y., & Kang, J. (2018). ESG and corporate financial performance: Empirical evidence from China's listed power generation companies. *Sustainability (Switzerland)*, 10(8), 1–18. <https://doi.org/10.3390/su10082607>

APÊNDICES

APÊNDICE 1 – Listagem das empresas constituintes da amostra

	Empresa
1	ACCIONA, S.A.
2	ACERINOX, S.A.
3	ACS, ACTIVIDADES DE CONST.Y SERVICIOS S. A
4	AENA, S.M.E., S.A.
5	ALMIRALL, S.A.
6	ALTRI SGPS, S.A.
7	AMADEUS IT GROUP, S.A.
8	ARCELORMITTAL, S.A.
9	CELLNEX TELECOM, S.A.
10	CIE AUTOMOTIVE, S.A.
11	CORTICEIRA AMORIM, S.A.
12	CTT – CORREIOS DE PORTUGAL, S.A.
13	ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.
14	EDP RENOVÁVEIS, S.A.
15	ENAGAS, S.A.
16	ENDESA, S.A.
17	FERROVIAL, S.A.
18	FLUIDRA, S.A.
19	GAMESA RENEWABLE ENERGY, S.A.
20	GALP ENERGIA, S.A.
21	GRIFOLS, S.A.
22	IBERDROLA, S.A.
23	INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL, S.A.
24	INDRA SISTEMAS, S.A.
25	INMOBILIARIA COLONIAL SOCIMI, S.A.
26	JERONIMO MARTINS SGPS, S.A.
27	MELIA HOTELS INTERNATIONAL, S.A.
28	MERLIN PROPERTIES, SOCIMI, S.A.
29	MOTA ENGIL, SGPS, S.A.
30	NATURGY ENERGY GROUP, S.A.
31	NAVIGATOR COMPANY, S.A.
32	NOS SGPS, S.A.
33	PHARMA MAR, S.A.
34	PHAROL SGPS, S.A.
35	RED ELECTRICA CORPORACION, S.A.
36	REPSOL, S.A.
37	REDES ENERGETICAS NACIONAIS SGPS, S.A.
38	SEMAPA, S.A.
39	SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE, S.A.

APÊNDICE 1 – Listagem das empresas constituintes da amostra
(continuação)

	Empresa
40	SONAE, S.A.
41	TELEFONICA, S.A.
42	VISCOFAN, S.A.

ANEXOS

ANEXO 1

ANEXO 1 – Resultados da estimação do modelo OLS

Modelo 1: Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-42

Variável dependente: Risco

Heterocedasticidade-robusta erros padrão, variante HC1

Variáveis	Coeficiente	Erro Padrão	rácio-t	valor p	
const	3,05139	0,929706	3,282	<u>0,0023</u>	***
Endividamento	-1,66752	0,896364	-1,860	<u>0,0713</u>	*
Dimensao	0,123593	0,167755	0,7367	0,4662	
Crescimento	0,00516238	0,238006	0,02169	0,9828	
Performance	-0,0461449	0,0163407	-2,824	<u>0,0078</u>	***
IND_GOV	-0,0149856	0,00993959	-1,508	0,1406	
industria	0,000661401	0,0649564	0,01018	0,9919	

Média var. dependente	2,208048	D.P. var. dependente	1,155673
Soma resíd. quadrados	40,23566	E.P. da regressão	1,072190
R-quadrado	<u>0,265220</u>	R-quadrado ajustado	<u>0,139257</u>
F(6, 35)	2,717337	valor P(F)	<u>0,028415</u>
Log. da verosimilhança	-58,69419	Critério de Akaike	131,3884
Critério de Schwarz	143,5521	Critério Hannan-Quinn	135,8468

ANEXO 2

Anexo 2 – Resultados do teste *Variance Inflation Factor*

Factores de Inflaccionamento da Variância (VIF)

Valor mínimo possível = 1,0

Valores > 10,0 podem indicar um problema de colinearidade

Variável	Valor
Endividamento	1,125
Dimensao	3,248
Crescimento	2,984
Performance	1,081
IND_GOV	1,497
industria	1,161

$VIF(j) = 1/(1 - R(j)^2)$, onde $R(j)$ é o coeficiente de correlação múltipla entre a variável j e a outra variável independente

Diagnósticos de colinearidade de Belsley-Kuh-Welsch: proporções de variância

Anexo 2 – Resultados do teste *Variance Inflation Factor* (continuação)

Lambda	cond	const	Endividamento	Dimensao	Crescimento	Performance	IND_GOV	industria
5,660	1,000	0,001	0,003	0,000	0,000	0,003	0,002	0,006
0,882	2,533	0,000	0,000	0,000	0,000	0,802	0,002	0,001
0,208	5,217	0,005	0,063	0,005	0,001	0,004	0,033	0,653
0,171	5,755	0,000	0,456	0,000	0,000	0,020	0,032	0,307
0,057	9,925	0,075	0,095	0,023	0,003	0,089	0,745	0,017
0,018	17,782	0,835	0,008	0,197	0,020	0,000	0,048	0,014
0,004	37,559	0,084	0,375	0,774	0,975	0,081	0,139	0,002

lambda = valores próprios da inversa da matriz de covariância (smallest is 0,00401197)

cond = índice da condição

nota: a soma da coluna das proporções de variância é 1.0

De acordo com BKW, cond ≥ 30 indica uma "forte" quase dependência linear, e cond entre 10 e 30 "moderadamente forte". As estimativas de parâmetros cuja variância está principalmente associada a valores cond problemáticos, podem elas mesmas serem consideradas problemáticas.

Anexo 2 – Resultados do teste *Variance Inflation Factor* (continuação)

Contagem de índices de condição ≥ 30 : 1

Proporções de variância ≥ 0.5 associadas com cond ≥ 30 :

Dimensao: 0,774

Crescimento: 0,975

Contagem de índices de condição ≥ 10 : 2

Proporções de variância ≥ 0.5 associadas com cond ≥ 10 :

Const: 0,919

Dimensao: 0,971

Crescimento: 0,996

ANEXO 3

Anexo 3 – Resultados do teste de heterocedasticidade

Teste de White para a heterocedasticidade

Mínimos Quadrados (OLS), usando as observações 1-42

Variável dependente: $uhat^2$

variável	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p	
const	-18,4794	10,5050	-1,759	0,1004	
Endividamento	0,121579	8,60722	0,01413	0,9889	
Dimensao	9,99926	3,73837	2,675	0,0181	**
Crescimento	-5,41714	1,79739	-3,014	0,0093	***
Performance	0,229922	0,159911	1,438	0,1725	
IND_GOV	-0,226139	0,0911324	-2,481	0,0264	**
industria	1,66342	0,815861	2,039	0,0608	*
sq_Endividamento	20,5405	3,89807	5,269	0,0001	***
X2_X3	-0,397429	1,16516	-0,3411	0,7381	
X2_X4	-2,27333	1,22633	-1,854	0,0850	*
X2_X5	-0,162298	0,144140	-1,126	0,2791	
X2_X6	0,120919	0,0630353	1,918	0,0757	*
X2_X7	-1,07501	0,553181	-1,943	0,0724	*
sq_Dimensao	-0,766195	0,233604	-3,280	0,0055	***

Anexo 3 – Resultados do teste de heterocedasticidade (continuação)

variável	coeficiente	erro padrão	rácio-t	valor p	
X3_X4	0,189855	0,397773	0,4773	0,6405	
X3_X5	-0,0971697	0,0319645	-3,040	0,0088	***
X3_X6	0,0444977	0,0180139	2,470	0,0270	**
X3_X7	0,0724477	0,100374	0,7218	0,4823	
sq_Crescimento	0,378209	0,233144	1,622	0,1271	
X4_X5	0,130334	0,0269380	4,838	0,0003	***
X4_X6	-0,0301441	0,0180677	-1,668	0,1174	
X4_X7	-0,196051	0,115105	-1,703	0,1106	
sq_Performance	-0,00457453	0,00172895	-2,646	0,0192	**
X5_X6	-0,00240849	0,00188752	-1,276	0,2227	
X5_X7	-0,0437140	0,0131335	-3,328	0,0050	***
sq_IND_GOV	0,000140554	0,000558407	0,2517	0,8049	
X6_X7	0,00762601	0,00586263	1,301	0,2143	
sq_industria	-0,0126326	0,0295530	-0,4275	0,6756	

R-quadrado não-ajustado = 0,905319

Estatística de teste: $TR^2 = 38,023386$

com valor p = P (Qui-quadrado (27) > 38,023386) = **0,077493**

ANEXO 4

Anexo 4 – Resultados do teste da normalidade dos resíduos

Distribuição de frequência para residual, observações 1-42

número de classes = 7, média = -3,59501e-016, desvio padrão = 1,07219

intervalo	ponto médio	frequência	rel.	acum.	
< -2,4199	-2,7711	1	2,38%	2,38%	
-2,4199 - -1,7174	-2,0686	1	2,38%	4,76%	
-1,7174 - -1,0149	-1,3661	6	14,29%	19,05%	*****
-1,0149 - -0,31238	-0,66362	5	11,90%	30,95%	****
0,31238 - 0,39012	0,038871	13	30,95%	61,90%	*****
0,39012 - 1,0926	0,74136	11	26,19%	88,10%	*****
>= 1,0926	1,4439	5	11,90%	100,00%	

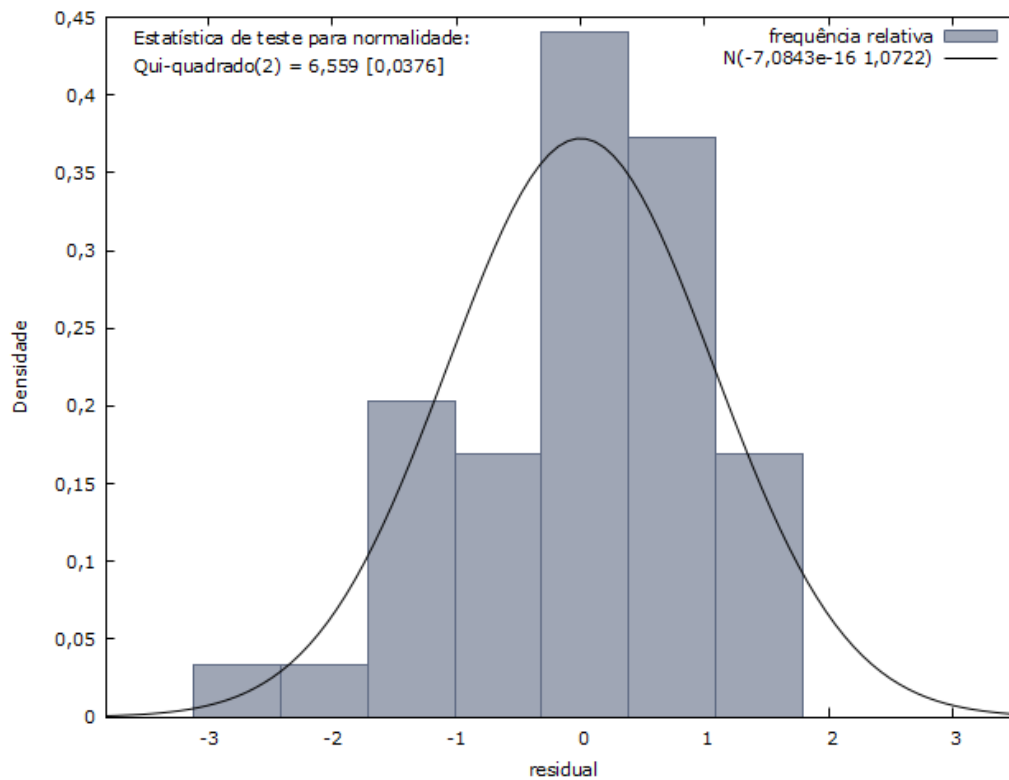
Teste para a hipótese nula de distribuição normal:

Qui-quadrado (2) = 6,559 com valor p = **0,03764**

Representação gráfica:

Anexo 4 – Resultados do teste da normalidade dos resíduos (continuação)

Gráfico 2 - Normalidade dos resíduos



Fonte: Obtido no programa *Gretl*.