



A importância das características de *governance* na performance das empresas ibéricas

Mariana Patrícia Proença de Matos

ISCAC | 2024



Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

Mariana Patrícia Proença de Matos

A importância das características de *governance* na
performance das empresas ibéricas

Outubro 2024



Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

Mariana Patrícia Proença de Matos

A importância das características de *governance* na *performance* das
empresas ibéricas

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de **Mestre em Análise Financeira**, realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria Elisabete Neves e Coorientação da Professora Doutora Clara Viseu.

outubro 2024

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.

RESUMO

Os níveis de desempenho das empresas são bastante apreciados pelos diversos *stakeholders* principalmente na ótica dos investidores para a tomada de decisão. Deste modo, existem vários fatores que interferem com a performance, nomeadamente a *Corporate Governace*. Assim, o presente estudo tem como objetivo analisar o impacto das características de governance no desempenho de empresas não financeiras da Península Ibérica. Para o efeito, é observada uma amostra de empresas portuguesas e espanholas cotadas na *Euronext Lisbon* e na Bolsa de Valores de Madrid, respetivamente, compreendendo um período temporal de sete anos, 2015-2021.

A metodologia a utilizar para tratamento dos dados é o Método de Dados em Painel e para a estimação das hipóteses é o método de estimação *Generalized Method of Moments (GMM)*.

De forma geral, os resultados deste estudo são bastante significativos, à exceção do modelo que tem como variável dependente o ROE, *Return on Equity*. Realça-se que a *Corporate Governance* e a *Social Responsibility* têm um efeito inverso para com a rentibilidade. Contudo, o mercado revela ser bastante recetivo a este tema, encarando como algo diferenciador para a sociedade, permitindo, em simultâneo, potencializar o desempenho empresarial.

A remuneração do *CEO* impacta todas as variáveis dependentes como uma união entre os acionistas, os gestores e os *stakeholders* externos à organização, uma vez que aleada ao desempenho, permite reduzir problemas de agência e, por parte do mercado, estimula melhores resultados no futuro.

As principais contribuições deste estudo são diversas, nomeadamente para gestores, investidores e público em geral.

Palavras-Chave: *Performance, Corporate Governance, GMM system, Península Ibérica.*

ABSTRAT

The performance levels of companies are highly appreciated by the various stakeholders, especially from the perspective of investors when making decisions. Therefore, there are several factors that affect performance, namely Corporate Governance. Therefore, the present study aims to analyze the impact of governance characteristics on the performance of non-financial companies in the Iberian Peninsula. To this end, a sample of Portuguese and Spanish companies listed on Euronext Lisbon and the Madrid Stock Exchange, respectively, is observed, covering a period of seven years, 2015-2021.

The methodology to be used to process the data is the Panel Data Method and to estimate the hypotheses is the Generalized Method of Moments (GMM) estimation method.

In general, the results of this study are quite significant, with the exception of the model that has ROE, Return on Equity, as its dependent variable.

It is noteworthy that Corporate Governance and Social Responsibility have an inverse effect on profitability. However, the market appears to be quite receptive to this topic, seeing it as something differentiating for society, whilst simultaneously allowing business performance to be enhanced.

The CEO's remuneration impacts all dependent variables as a union between shareholders, managers and stakeholders external to the organization, since combined with performance, it allows to reduce agency problems and, on the market's part, stimulates better results in the future.

The main contributions of this study are diverse, particularly for managers, investors and the general public.

Keywords: Performance, Corporate Governance, GMM system, Iberian Peninsula

ÍNDICE GERAL

INTRODUÇÃO.....	1
1. CORPORATE GOVERNANCE E PERFORMANCE EMPRESARIAL.....	3
1.1 SISTEMAS DE <i>CORPORATE GOVERNANCE</i>	5
1.2 MODELOS DE <i>CORPORATE GOVERNANCE</i>	6
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	8
2.1 DIMENSÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO.....	10
2.2 PRESENÇA DO SEXO FEMININO NO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	12
2.3 EXISTÊNCIA DE COMISSÃO DE AUDITORIA	17
2.4 REMUNERAÇÃO DO <i>CEO</i>	20
2.5 EXISTÊNCIA DE COMISSÃO DE RESPONSABILIDADE SOCIAL E CORPORATIVA	23
2.6 GASTOS SOCIAIS	24
2.7 DIMENSÃO DA EMPRESA	26
2.8 GRAU DE ENDIVIDAMENTO	28
3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO.....	29
3.1 DADOS	29
3.2 VARIÁVEIS A INCLUIR NO MODELO	30
3.2.1 <i>Variáveis Dependentes</i>	30
3.2.2 <i>Variáveis Independentes</i>	31
3.3 MODELO EMPÍRICO E MÉTODO DE ESTIMAÇÃO	32
3.3.1 <i>Método de Estimação</i>	33
3.3.2 <i>Testes</i>	34
4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	36
4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	36
4.2 DISCUSSÃO DE RESULTADOS DOS MODELOS DE REGRESSÃO	37
CONCLUSÃO.....	45
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	47
APÊNDICES.....	59
APÊNDICE 1. EMPRESAS COTADAS NA <i>EURONEXT</i>	59
APÊNDICE 2. EMPRESAS COTADAS NA <i>MADRID STOCK EXCHANGE</i>	59

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1.2 - Modelos de <i>Corporate Governance</i>	6
Tabela 3.2. – Exposição das Variáveis independentes.....	32
Tabela 4.1. - Estatísticas descritivas para a amostra Portugal e Espanha.....	36
Tabela 4.2 – Resultados de estimação do modelo 1.....	37
Tabela 4.3 – Resultados de estimação do modelo 2.....	39
Tabela 4.4 – Resultados de estimação do modelo 3.....	41

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução do sexo feminino em cargos de poder.....	14
--	----

Lista de abreviaturas, acrónimos e siglas

CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	<i>Chief Executive Finance</i>
CSO	<i>Chief sustainability officer</i>
CG	<i>Corporate Governance</i>
CMF	Comissão de Matérias Financeiras
CNMV	<i>Comisión Nacional del Mercado de Valores</i>
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CSR	<i>Corporate Social Responsibility</i>
CVM	Código dos Valores Mobiliários
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EUA	Estados Unidos da América
FTSE	<i>Financial Times and Stock Exchange</i>
GMM	<i>Generalized Method of Moment</i>
IPCG	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
MSM	<i>Muscat Securities Market</i>
RSC	Responsabilidade Social e Corporativa
ROC	Revisor Oficial de Contas
SABI	Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
SGPS	Sociedades Gestoras de Participações Sociais
SAD	Sociedade Anónima Desportiva
TSU	Taxa Social Única
UE	União Europeia

Introdução

O desempenho empresarial é fundamental para as diferentes tomadas de decisão, seja de gestão ou de investimento, interessando a um largo número de *stakeholders*, Vieira et al., (2019).

Recentemente e motivados pela necessidade de uma cada vez maior reputação dada a grande competitividade e ética nos negócios, as empresas e a investigação têm-se debruçado sobre os níveis de cumprimento ESG, de per si e em conjunto (Guedes, Neves e Vieira, 2024). As questões relacionadas com o “bom Governo” têm sido debatidas, mas sem grande consenso entre os investigadores, nomeadamente após os escândalos nas últimas décadas pelo fracasso do World-Com e a crise financeira de 2008 (Proença & 2008 (Proença & Neves 2022).

Sendo o governo das sociedades, um sistema de gestão, tem sido concebido especialmente, com o propósito de preservar os investimentos dos acionistas, do comportamento oportunista dos gestores (Roberts & Van den Steen, 2000). Contudo, nos últimos anos, a monitorização das atividades empresariais tem vindo a ser ampliada, abrangendo o impacto na sociedade e no ambiente. Esta vertente da sustentabilidade surge, regularmente, em resposta às solicitações das partes interessadas. Efetivamente, as estratégias empresariais estão cada vez mais a integrar esta matéria (Iansiti & Levien, 2004) e até mesmo as relações com diversos parceiros da cadeia de valor.

A interface CG-CSR é uma importante área de interesse para a ética empresarial, permitindo alcançar uma governação eficaz e responsável (Zaman *et al.*, 2022), de maneira a que o sucesso empresarial não seja antagónico a uma sociedade sustentável (Sousa *et al.*, 2020).

O envolvimento em ações responsáveis não só favorece o desempenho organizacional, como também posiciona as empresas favoravelmente perante os *stakeholders*. Um alinhamento estratégico entre a cultura empresarial e a CSR é a chave para um bom desempenho sustentável (Anderson *et al.*, 2024; Gharbi, & Jarboui, 2024).

Desta maneira, acresce uma importância reforçada na análise de rácios, práticas e políticas que permitem avaliar o histórico de uma empresa perspetivando a sua rendibilidade futura, a maneira como se distingue e reforça perante os concorrentes.

Posto isto, o presente estudo tem como objetivo abordar alguns determinantes da performance e compreender de que modo é que a *Corporate Governance* influencia o valor das empresas ibéricas não financeiras, num período compreendido entre 2015 e 2021.

Assim, a principal questão de investigação à qual este estudo pretende responder é:

Qual o impacto da *Corporate Governance* no desempenho das empresas ibéricas?

Para dar resposta a esta questão são usadas múltiplas variáveis de *governance* para as empresas ibéricas.

As variáveis de *governance* desempenham um papel fundamental ao explicar o desempenho das empresas ibéricas uma vez que contribuem diretamente para a eficiência operacional, a confiança dos investidores e a sustentabilidade de longo prazo. Estas variáveis, que vão desde a estrutura do conselho de administração, incluindo a presença das mulheres em países em que existe a imposição de quotas, até as práticas de auditoria interna e gestão de riscos, estão cada vez mais entendidas como fatores críticos para explicar a diferença de desempenho entre empresas na Península Ibérica.

Posto isto, pretende-se contribuir para a literatura, de forma diferenciadora, no sentido de inter-relacionar vários temas a partir de uma só amostra, não deixando de ser uma análise profunda, pois o facto de existirem três modelos diferentes, permite avaliar de que modo é que as condicionantes da *performance* empresarial variam conforme a variável escolhida para medir o desempenho. Assim, este estudo pretende combater as várias lacunas existentes, acrescentado conhecimento aos vários stakeholders.

Para alcançar o objetivo proposto foi usada a metodologia de dados em painel, especificamente o método de estimação Gmm sys proposto por Arellano & Bond (1998).

Esta dissertação está dividida em cinco capítulos principais. O primeiro desmitifica a *Corporate Governance* abordando os seus sistema e modelos interrelacionando com a performance empresarial. O segundo apresenta a importância da diversidade de género como complemento da *Corporate Governance*. De seguida, surge a revisão de literatura no terceiro capítulo, onde são abordadas várias teorias à cerca das variáveis em estudo e onde são formuladas hipóteses. Posteriormente o capítulo 4 e 5 mencionam a metodologia de investigação, onde se refere a amostra, o método de estimação e a discussão dos

resultados. Por último, a conclusão apresenta uma breve síntese de toda a investigação indicando algumas limitações do estudo, bem como alguns temas para estudos futuros.

1. *Corporate Governance e Performance Empresarial*

As características de *governance* referem-se a um conjunto de práticas e políticas que regulamentam a gestão, a tomada de decisões e o comportamento ético de uma empresa (Neves et al., 2024). A *Corporate Governance* faz com que as empresas utilizem códigos específicos, sendo um método através do qual são geridas e controladas (Scherer et al., 2016). Este conceito integra todas as regras e procedimentos através dos quais é realizada a tomada de decisão, alcançando os objetivos corporativos e, por conseguinte, os meios para atingir os mesmos, avaliando o desempenho obtido (Naciti et al., 2021).

Em geral, o governo das sociedades, tem como objetivo ajudar a aumentar o valor para os acionistas e de satisfazer as várias partes interessadas, como os credores, os fornecedores, as associações empresariais, os consumidores, os trabalhadores, o governo e a comunidade em geral permitindo contribuir para a prosperidade e responsabilidade das empresas (Kocmanová et al., 2011). Desta forma as empresas são reconhecidas pela sua maior confiança e maior credibilidade de mercado não só pela transparência da sua gestão como também pela fiscalização que a CG impõe.

O aparecimento de crises financeiras, juntamente com a globalização, são fatores que contribuíram para o desenvolvimento do governo societário. Mas também outros motivos como o desenvolvimento do mercado de capitais, a descentralização mundial, reformas de fundos de pensão e crescimento da poupança, movimento de *takeovers* ocorrido nos anos 80 deram ainda mais robustez a este tema.

Tal como os mercados globais estão a desenvolver-se cada vez mais, os investidores estão a exigir padrões mais elevados de responsabilidade, conduta e desempenho. Os mercados internacionais estão a ser com mais frequência, procurados pelos investidores. Porém, as empresas que tentam adquirir recursos nestes mercados, descobrem regularmente que, a disponibilidade do capital só existe para as cumpridoras das normas internacionalmente aceites de governação empresarial e de publicação de informações. Estas são apenas algumas das razões que levaram à melhoria e à convergência do padrão de governação das empresas a nível mundial (Kocmanová et al., 2011).

De acordo com Setyahadi & Narsa (2020), existem várias diretrizes internacionais para a adoção de uma boa governação. Todos os países têm os seus próprios procedimentos oficiais conforme a sua cultura, política, crenças religiosas e a sua conjuntura social e económica (Khan *et al.*, 2016). A implementação de medidas de corporate governance deve ser revista e avaliada periodicamente para garantir que acompanha a evolução das leis e regulamentos aplicáveis com qualidade (Markonah, e Prasetyo, 2022).

Um contributo da CG par o desempenho de uma empresa é que tende a resolver os problemas de agência quando surgem conflitos entre os principais e os agentes. Ao modificar as regras e/ou introduzir estratégias de motivação para os gestores, faz com que estes protejam os interesses dos acionistas e, conseqüentemente, minimizem os conflitos (Kijkasiwat *et al.*, 2022).

Deste modo, espera-se que o governo das sociedades impacte a *performance* de uma empresa, visto que é uma das principais questões para as partes interessadas (Buallay, Hamdan, & Zureigat, 2017). A literatura neste âmbito demonstra uma divergência de resultados. Ahmed & Hamdan (2015), no seu estudo a empresas cotadas no Barém concluíram que o governo das sociedades está significativamente correlacionado com o desempenho. Danoshana & Ravivathani (2013), também apresentam resultados significativos para o desempenho analisando empresas financeiras cotadas do Sri Lanka.

Gupta & Sharma (2014), argumentam que o governo das sociedades tem um impacto limitado tanto nos preços das ações como no desempenho de empresas da Coreia do Sul e da Índia. Segundo S. Utama e Utama, (2005), o desempenho das ações de uma empresa é determinado pela seriedade com que se implementa as medidas de governação empresarial.

Fallatah & Dickins, (2012) e Al-Ghamdi & Rhodes (2015), detetaram uma relação positiva entre as características de *corporate governance* e o valor da empresa numa amostra de empresas cotadas da Arábia Saudita. Enquanto que Khamis *et al.*, (2015), estudaram a ligação entre a estrutura de propriedade e o desempenho corporativo em empresas cotadas no Barém, onde inferiram que esta variável afeta negativamente o valor da empresa. Contudo, alguns estudos provaram que não existe uma relação significativa entre a estrutura e os mecanismos de governação das empresas e o desempenho financeiro (Bebchuk & Cohen, 2005; Balasubramanian *et al.*, 2008; Fallatah & Dickins, 2012).

1.1 Sistemas de *Corporate Governance*

De acordo com La Porta, Silanes, & Shleifer (2008), o sistema jurídico-legal caracteriza-se pela capacidade que a lei tem em proteger os investidores financeiros em relação à expropriação de que podem vir a ser alvos por parte dos gestores ou acionistas majoritários.

Em regra, os ordenamentos jurídicos estão divididos em dois grandes grupos: (i) de direito civil e (ii) de direito comum. O primeiro, assenta em princípios legais organizados por estatutos e códigos razoavelmente abrangentes, sendo que a jurisprudência está ligada a um maior poder de intervenção do governo e a uma fraca proteção dos interesses privados. É predominante na Europa e países com influência europeia. O direito comum é caracterizado, essencialmente por decisões dos tribunais e não por atos legislativos ou executivos. Países como os Estados Unidos, Canadá, Reino Unido e outros aos quais são influenciados por estes, são regidos pelo direito comum (Costa & Santos, 2011).

O sistema de *Corporate Governance* de determinado país é assente em algumas particularidades como, a estrutura de propriedade, o mercado de capital e o papel do conselho de administração, permitindo a sua distinção (Licht *et al.*, 2005).

O sistema continental, também denominado por sistema de controlo interno (*insider system*), caracteriza-se fundamentalmente pela concentração de propriedade. Os acionistas detêm uma elevada participação no capital, o que faz com que os majoritários exerçam o controlo da gestão e tomem as principais decisões estratégicas. Sendo os principais proprietários, os bancos, as famílias, e/ou empresas relacionadas (clientes e fornecedores), tornando o mercado de capital mais estrito e ilíquido. Este sistema dá ênfase ao modelo de remuneração fixa visto que, privilegia que a gestão seja monitorizada pelos acionistas de maneira que não haja tanta necessidade de estabelecer um equilíbrio entre os interesses dos proprietários com os dos gestores (Silva *et al.*, 2006). A remuneração variável é muito pouco preponderante devido ao facto de a remuneração dos gestores não estar relacionada com o desempenho empresarial (Moutinho *et al.*, 2022). O sistema continental tem um papel ativo na Alemanha e no Japão, apesar de ser extensível aos diversos países europeus e apresenta tipicamente, dois órgãos sociais: o Conselho de Administração e o Conselho Geral ou de Supervisão (Moutinho *et al.*, 2022).

Por outro lado, o sistema anglo-saxónico, também designado por sistema de controlo externo (*market-oriented-system*), é definido pelo capitalismo de mercado, onde o mercado de ofertas públicas de aquisição é fundamental. Assim, a propriedade é dispersa tornando o mercado de capital mais diversificado e líquido, onde os investidores institucionais são os principais proprietários (Moutinho *et al.*, 2022). Posto isto, é exigida uma ampla divulgação aos investidores. No sistema anglo-saxónico os acionistas têm uma menor influência na gestão empresarial, dado que a administração atua de acordo com os interesses dos demais *stakeholders*. Este sistema assenta numa política de remuneração variável, dependendo do desempenho empresarial (mercado bolsista) e impera em países como Reino Unido, Estados Unidos da América, Canadá, Austrália e Nova Zelândia (Zogning, 2017; Moutinho *et al.*, 2022). O Conselho de Administração é o principal órgão social e é constituído predominantemente por administradores internos, sendo executivos e administradores externos, sendo independentes (Silva *et al.*, 2006).

1.2 Modelos de *Corporate Governance*

O modelo de governação das sociedades diferencia-se conforme a geografia, o enquadramento legal e as medidas implementadas em cada país contribuindo para uma gestão e supervisão mais adequadas.

Deste modo, existem três modelos de *Corporate Governance*: Modelo Latino/Monista, Anglo-saxónico e Dualista, cujas diferenças estão elencadas na tabela seguinte.

Tabela 1.2 - Modelos de *Corporate Governance*

Latino/Monista	Anglo-saxónico	Dualista
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Assembleia Geral; ✓ Conselho de Administração: - <i>Chief Executive Officer</i> (CEO); - Administradores executivos; - Administradores não executivos. ✓ Conselho Fiscal ou Fiscal Único; 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Assembleia Geral; ✓ Conselho de Administração: - Comissão de Auditoria; - ROC. ✓ Fiscal Único. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Assembleia Geral; ✓ Conselho Geral; ✓ Conselho Executivo ✓ ROC; ✓ Comissão de Matérias Financeiras (CMF) (se aplicável por lei).

✓ Revisor Oficial de
Contas (ROC)
(se aplicável por lei).

Fonte: Código do Governo das Sociedades

De forma sucinta, segundo o código de CG do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), a assembleia geral caracteriza-se como um espaço onde os acionistas refletem e comunicam com os órgãos e comissões da sociedade, visando o bom funcionamento e a concretização do fim social.

No que diz respeito à Comissão de Matérias Financeiras (CMF), sendo um órgão independente face à administração, rege a política de remunerações. Esta política deve permitir uma correspondência entre os interesses da empresa e dos administradores executivos, dado que, para estes, existe uma componente de remuneração variável com base no desempenho da sociedade. Para não estimular riscos, a empresa deve atrair profissionais qualificados a um custo economicamente justificável.

À luz do Código das Sociedades Comerciais (CSC), o Conselho Fiscal ou Fiscal Único, enquanto órgão de fiscalização, compete divulgar anualmente a sua ação de supervisão dando pareceres sobre o relatório, contas e propostas apresentados pela administração em concordância com a lei e com o contrato de sociedade.

No modelo dualista, o conselho geral fiscaliza as atividades da direção, tendo poder para nomear ou destituir diretores. É repensável por divulgar anualmente à assembleia geral a sua atividade e aprovar o relatório de contas preparado pela direção. Não tendo este órgão poderes para gerir, pode, no entanto, ficar definido juntamente com a lei e com o contrato de sociedade que, a direção para a prática de determinados atos, deve obter o consentimento do conselho geral.

Em Espanha, a *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV), que supervisiona os mercados bolsistas, emitiu o *Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas* que contém sessenta e quatro recomendações voluntárias que visam um bom governo societário, privilegiando uma gestão transparente, como um ponto fulcral para a criação de valor nas empresas, a melhoria da eficiência económica e o reforço da confiança dos investidores. Deste modo, contribuem para que as sociedades espanholas sejam mais competitivas, otimizem o controlo interno e a responsabilidade corporativa, assegurem uma adequada segregação de funções e responsabilidades, numa ótica de máximo

profissionalismo e rigor. Não obstante, as sociedades cotadas estão sujeitas ao princípio internacionalmente conhecido como "cumprir ou explicar", em que são obrigadas a divulgar no seu relatório, anualmente, a aderência ou não às recomendações. Em caso, negativo, devem contemplar as razões para o não o cumprimento, em que caberá aos acionistas, aos investidores e, em geral, aos mercados avaliar as explicações dadas pela não implementação ou implementação parcial das recomendações.

Geograficamente, no contexto europeu, é dada preferência ao modelo dualista, também designado por modelo continental europeu, que privilegia o interesse das partes interessadas. O modelo monista, também designado por modelo anglo-americano, dá ênfase ao interesse dos acionistas. Na Europa, o modelo monista está presente no Reino Unido e em Espanha. Na União Europeia (UE), os Estados-Membros têm distintos modelos de gestão empresarial que expressam as diversas culturas, e visões diferentes dos objetivos das empresas e da forma como os seus setores devem ser financiados (Kocmanová *et al.*, 2011).

2. Revisão da Literatura & Hipóteses

A análise de *performance* empresarial depende de múltiplas variáveis consideradas e da perceção dos vários stakeholders (Vieira *et al.*, 2019). Assim, a presente dissertação, para estudar o desempenho empresarial utiliza como variáveis independentes a dimensão do conselho de administração, a presença do sexo feminino no conselho de administração, a remuneração do *CEO*, a presença de comissão de auditoria e de responsabilidade social corporativa no conselho de administração e gastos sociais, para aferir da responsabilidade social destas empresas. A dimensão da empresa, e o grau de endividamento (*leverage*), serão variáveis de controlo.

Em concordância com o estudo de Myšková & Hájek (2017), os rácios económico-financeiros são o método mais apreciado no âmbito da análise financeira, pois contribuem para uma análise prática das demonstrações financeiras (Barrigner & Ireland, 2013). Mcleany & Atrill (2005), afirmam que os rácios são utilizados para fornecer uma imagem célere da saúde financeira de uma empresa, evidenciando as áreas com melhores e piores desempenhos. Deste modo, a *performance* irá ser mensurada a partir dos rácios ROA

(Return on Assets), ROE (*Return on Equity*) e Q-Tobin, que serão as variáveis dependentes onde mais à frente, irão ser explanadas cada uma delas.

No entanto, para complementar a análise da performance financeira, como atualmente, a sustentabilidade empresarial adquiriu cada vez mais importância, os investidores ao avaliarem uma empresa, não analisam meramente os indicadores económico-financeiros, mas sim cada vez mais, a implementação de práticas de gestão sustentáveis (Neves, Caniaux, et al., 2024). Assim, o crescente interesse dado a este tema, em todas as suas vertentes ambientais, sociais, éticas e económicas, fez com que fossem elaborados os relatórios de sustentabilidade (não financeiros) e conseqüentemente, fossem amplamente utilizados Torelli *et al.*, (2020). Desta maneira, a estrutura dos conselhos de administração deve ser responsável por criar um equilíbrio nos interesses dos acionistas e dos restantes *stakeholders* (Madaleno & Vieira, 2020).

A criação de um cargo executivo especializado, nomeadamente, a comissão de *corporate social responsibility* que supervisiona as atividades de sustentabilidade, representa uma mudança distinta no paradigma das estruturas do conselho de administração e a sua abordagem às questões da sustentabilidade (Peters, Gary *et al.*, 2019). Pode-se estudar a sustentabilidade através de uma abordagem macro, tendo em conta o sistema económico global ou micro, analisando indivíduos, empresas e governos (Bartolacci, Caputo, & Soverchia, 2020). No âmbito empresarial, a sustentabilidade pode-se definir como a satisfação das necessidades das partes interessadas diretas e indiretas de uma empresa, sem comprometer a sua capacidade de satisfazer as necessidades dos futuros *stakeholders* (Dyllick & Hockerts, 2002; Porter & Kramer, 2006). Este conceito pode ser expresso de diversas formas, uma vez que as empresas têm de crescer e manter recursos económicos, sociais e ambientais que se coadunam, particularmente se a sustentabilidade for projetada a longo prazo (Elkington, 1998).

Sendo a Responsabilidade Social das Empresas um tema cada vez mais abordado, os académicos defendem que as empresas devem melhorar os impactos sociais e ambientais das suas ações, mantendo os seus esforços coerentes com a sua própria atividade e estratégias (Porter & Kramer, 2006).

Deste modo, para uma análise detalhada de cada determinante foi elaborada uma revisão da literatura, a partir da qual se prevê identificar a importância das variáveis em estudo para a *performance* financeira.

2.1 Dimensão do Conselho de Administração

De acordo com teorias económicas, o conselho de administração desempenha um papel fulcral na estrutura de governação das empresas. O controlo e supervisão por parte do conselho de administração da gestão, privilegiando os interesses da empresa, é uma das preocupações dos acionistas (Almashhadani & Almashhadani, 2022; Fariha *et al.*, 2022).

Segundo o Código de Governo das Sociedades, a dimensão do conselho de administração pode variar, tendo em conta a dimensão da sociedade, a complexidade e dispersão geográfica da sua atividade, a diversidade de competências, conhecimentos e experiências profissionais dos administradores, executivos ou não executivos.

À luz da literatura existente, Ahmad Alqatan, Imad Chbib & Khaled Hussainey (2019), a partir de uma amostra de empresas não financeiras do FTSE 100 do Reino Unido entre 2012-2015 apoiam a noção da Teoria de Agência (Jensen & Meckling, 1976), no sentido de que a dimensão do Conselho pode ter impacto no mecanismo de monitorização dos processos, procedimentos e nos demais departamentos que, por conseguinte, poderão contribuir para uma melhor *performance*. O argumento destes autores é que a existência de mais diretores envolverá mais talento e habilidades nos processos de decisão. No entanto, poderão surgir também problemas de comunicação, criando divergências entre os membros do Conselho. Agarwal, (2020) mostra que, os conselhos de administração mais pequenos, têm um impacto significativo e positivo na *performance* da empresa (ROA) e de mercado (Q Tobin), contribuindo para a diminuição dos custos de agência e/ou os conflitos de interesses. Realçando a Teoria da Agência ou a Teoria de Gestão, conselhos de administração maiores, são suscetíveis a mais conflitos de opiniões, a uma menor eficiência, à falta de coordenação, a maiores custos sob a forma de remunerações e honorários, a problemas de comunicação e atrasos nas decisões. Estes resultados também são apoiados por Grey C. *et al.* (2024) e Fariha *et al.*, (2022).

Pekovic & Vogt (2021) apoiam a ideia defendendo que, a dimensão modera positivamente a relação entre responsabilidade social corporativa e a *performance* de uma empresa. Tal informação, fornece suporte para o raciocínio de que os conselhos efetivamente maiores, possuem mais conhecimento e experiência podendo contribuir para melhorar a responsabilidade social corporativa aleada ao desempenho.

Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez (2020), concluíram que existe uma relação estatisticamente positiva e significativa com o Q-Tobin. Esta evidência implica que quanto maiores forem os conselhos de administração, maior irá ser o valor das oportunidades de investimento da empresa e, portanto, implicará uma maior riqueza para os acionistas. Os conselhos com um elevado número de administradores irão fornecer capital humano e social à direção, dado que existe uma diversidade de conhecimentos, competências e experiências profissionais. Christensen, Kent, & Stewart, (2010), Kao, Hodgkinson & Jaafar, (2019) e Osman & Samontaray, (2022), corroboram com os resultados anteriores.

Bouaine & Hrichi, (2019) desenvolveram um estudo a cem empresas francesas cotadas em Paris Stock Exchange, através do qual concluíram que a dimensão do conselho de administração tem uma influência significativa e negativa para a ROA, mas sem significado para o ROE. Osman & Samontaray, (2022) e Christensen, Kent, & Stewart, (2010), apresentaram os mesmos resultados afirmando que quanto menos diretores existirem no conselho de administração, melhor desempenho (ROA) terá a empresa.

Proença & Neves (2021) mediante uma análise a empresas ibéricas, afirmam que a dimensão do Conselho de Administração afeta negativamente a rendibilidade medida pelo ROE; Este resultado também está de acordo com (Kao, Hodgkinson & Jaafar, (2019), Madaleno & Vieira, (2020) e Osman. e Samontaray, (2022)).

Uyar *et al.*, (2021) ao estudarem o setor da saúde, revelam que a dimensão do conselho de administração não influencia significativamente o Q-Tobin, mas influencia significativamente pela negativa a *performance* financeira medida através da ROA, tal como o estudo de Muhammad *et al* (2024).

Mititean, (2022) no seu estudo com uma amostra a sessenta e seis empresas da Roménia, cotadas na Bolsa de Valores de Bucareste nas categorias Premium e Standard entre 2016-2020, apresenta uma relação não significativa com a ROA e ROE.

Um estudo realizado a 82 empresas listas no mercado de valores de Espanha, no qual os autores Martín & Herrero (2018), detetaram uma relação estatisticamente não significativa entre a dimensão do Conselho de Administração e a variável Q-Tobin, durante o período em análise, 2010-2015. Fariha *et al.*, (2022) também está em consonância com os resultados mencionados.

Com base nesta literatura, propõe-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1 (H1): Existe uma relação significativa entre dimensão do conselho de administração e a *performance*.

2.2 Presença do Sexo Feminino no Conselho de Administração

A diversidade de género como um mecanismo de governação interno pode ser caracterizada como um conjunto de “qualificações, interesses, predisposições, capacidades e personalidades tendencialmente diferentes capazes de analisar os riscos e as oportunidades de diferentes perspetivas, conduzindo a uma avaliação mais completa das opções disponíveis para a empresa em cada momento.”

Segundo o Código de Governo das Sociedades, do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), este revela que para além das capacidades individuais dos membros dos órgãos societários, a diversidade de género não atua como uma reparação social, mas sim como a melhoria de desempenho do conselho de administração.

“Estudos internacionais neste âmbito têm mostrado que a diversidade de género no conselho de administração traz consigo vantagens ao conselho no desempenho das suas funções de fiscalização e controlo e de estratégia e aconselhamento. Estes estudos apontam para as seguintes principais vantagens da diversidade de género nos conselhos de administração:

- aumento do coeficiente de inteligência emocional do conselho de administração;
- conselhos de administração com maior diversidade de género, tendem a beneficiar de maior criatividade, maior variedade de perspetivas e abordagens alternativas a problemas;
- aumento do nível de conflito cognitivo no conselho em razão de uma maior diversidade cognitiva;
- maior independência e atenção ao detalhe na monitorização do executivo.”

Todos estes pontos fortes acima citados, podem repercutir-se segundo Silveira & Donaggio (2019), em impactos positivos ao nível da Responsabilidade Social Corporativa, Reputação Ética e Social e quanto à qualidade de divulgação. Em relação à primeira, estes autores após análise de vários estudos, verificam que, a presença de mulheres no conselho de administração contribui para um melhor desempenho social e responsabilidade ambiental, onde a probabilidade de a empresa formar alianças de sustentabilidade é maior e também mais eficaz na persecução de estratégias favoráveis ao meio ambiente. No que diz respeito à reputação ética e social, melhora a legitimidade moral das empresas. Acerca da qualidade de divulgação, o sexo feminino destaca-se por mitigar a presença de fraudes e a sua gravidade; a diversidade na comissão de auditoria melhora a qualidade de informação prestada nos relatórios financeiros, tornando-os mais íntegros, aumentando a confiança do investidor.

A diversidade de gênero no conselho de administrativo permite também, mitigar os problemas de agência (Costa, Sampaio & Flores, 2019), pois o sexo feminino possui estratégias de resolução de conflitos mais assertivas devido ao facto de preferir a negociação ao confronto (Sobral & Capucho, 2019). Rosener (1995), afirma que o sexo feminino tende a ser mais condescendente, contribuindo e podendo ser indispensável para uma administração mais harmonizada e ponderada.

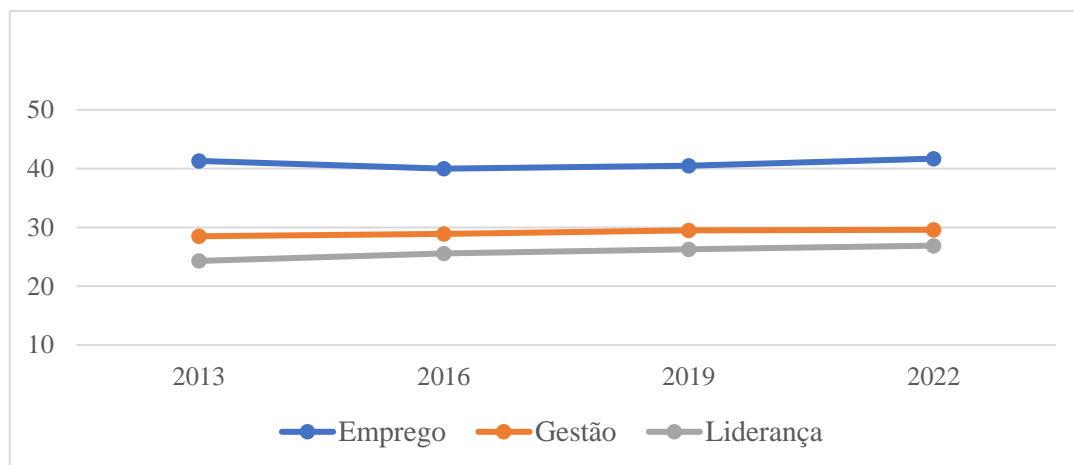
O cargo de CEO é o cargo que tem maior potencial para determinar o desempenho empresarial a longo prazo (Jeong & Harrison, 2017). Segundo Oakley (2000), uma das principais razões para o cargo de *CEO* não ser ocupado por mulheres é a existência de estereótipos, muitas vezes inconscientes, que associam o feminismo à incompetência. É uma espécie de preconceito que reside no mercado de trabalho e na sociedade em geral, impedindo a valorização profissional das mulheres. A este tipo de “barreiras” estabelecidas pelos homens impossibilitando a ascensão das mulheres aos cargos de poder, denomina-se por fenómeno de *Glass Ceiling* (Morrison & Glinow, 1990). Este fenómeno pode ser explicado pela relutância do sexo masculino na contratação de mulheres para cargos executivos uma vez que, têm presente a ideia de que estas não pertencem ao seu grupo social e de interesses, protegendo a sua autoridade e prestígio.

Deste modo, os homens tendem a optar por candidatos masculinos para novos cargos dado que, sentem-se mais à vontade para negociar com alguém que lhes é semelhante e não propriamente por discriminação. O desempenho organizacional das empresas é outro

fator explicativo deste fenómeno. Segundo Kanter (1977), equipas homogéneas, não exigem mecanismos adicionais para fomentar a cooperação entre os membros. Perante a incerteza, por intuição a empresa tem maior inclinação para a homogeneidade. Portanto, nomear o sexo feminino para cargos de poder, é visto como algo arriscado e desconhecido/pouco usual, em detrimento de indivíduos do sexo oposto.

O gráfico 1 ilustra uma lenta ascensão das mulheres ao poder num período compreendido entre 2013 e 2022, num universo de empresas com atividade comercial que apresentem no mínimo, um gestor ou executivo. No perímetro de análise referente ao posicionamento das Mulheres nos órgãos de gestão, é visível uma estagnação do seu peso relativo. A categoria “Liderança” destaca-se com uma maior evolução, porém, redutora quanto ao desejável, o que demonstra que a representação feminina em cargos executivos é uma luta constante.

Gráfico 1 – Evolução do sexo feminino



Fonte: Informa 2023

Deste modo, é necessário que existam mais pesquisas que permitam perceber e provar os benefícios da diversidade nos Conselhos de Administração, potenciando uma economia mais equilibrada (Adams, 2016), alterando um paradigma instalado há muito.

Após uma análise da literatura sobre o impacto da presença feminina nos conselhos de administração, é possível verificar que, um conselho de administração mais diversificado conduz a uma tomada de decisões de melhor qualidade, visto que é mais independente e tem em consideração mais perspetivas Lückerrath-Rovers, (2013).

Liu, Wei, & Xie, (2014), demonstram no seu estudo a empresas chinesas que, a presença feminina no conselho de administração, como variável *dummy* ou em percentagem, provoca um efeito significativo e positivo no desempenho de uma empresa (ROA). Sustentam os seus resultados com a Teoria da Dependência de Recursos, a qual refere que, as empresas podem obter benefícios através dos conselhos de administração a partir de três canais: o aconselhamento, a legitimidade e o acesso a canais de comunicação. A diversidade de género pode contribuir para ampliar estes canais. Assim, a presença do sexo feminino nos conselhos de administração pode ajudar a construir boas relações com clientes do mesmo género e para com as funcionárias, uma vez que, as diretoras podem ser vistas como uma inspiração. Para além disso, algumas empresas, pretendem uma perspectiva feminina para a tomada de decisões. Deste modo, a diversidade de género no conselho de administração auxilia a aperfeiçoar a sua reputação, a qualidade das deliberações e, por consequência, pode determinar níveis de desempenho mais elevados. Os resultados de Abdeljawad & Masri, (2020) também expressam a mesma relação para a ROA e ROE, apoiando a teoria acima descrita e a Teoria da gestão. Marins *et al.*, (2022) conclui igualmente, mediante um estudo a empresas cotadas na B3 (bolsa de valores oficial do Brasil) que, a presença do sexo feminino na administração influencia positivamente o desempenho empresarial (ROA e ROE).

Proença & Neves (2022), após uma análise a empresas ibéricas, determinaram que a diversidade de género aumenta a rentabilidade económica e financeira das empresas. Os resultados vão ao encontro da Teoria da Massa Crítica. Um conceito central sobre a representação política das mulheres, frequentemente invocado para explicar o porquê das mulheres nem sempre parecerem representar o sexo feminino aquando de cargos políticos (Sarah & Mona, 2008).

Os resultados de Terjesen *et al.*, (2016) apresentam uma relação significativa e positiva, no que diz respeito à *performance* medida tanto pela ROA, como pelo Q de Tobin. Também Uyar *et al.*, (2021) concluíram que a presença feminina no CA, provoca um efeito significativo positivo em relação ao Q-Tobin. Enquanto ao nível do desempenho contribui para níveis mais baixos da ROA, apresentando um efeito significativamente negativo.

Ionascu *et al.*, (2018) corroboram os resultados anteriores acrescentando que para as empresas da Roménia, o aumento da diversidade de género nos conselhos de

administração, pode funcionar como complemento aos sistemas de governo das sociedades, ao qual foi documentado especialmente em termos de relações com investidores. Assim, deduz-se que a presença do sexo feminino modera os conflitos entre acionistas e gestores e, por isso, provoca um efeito positivo no desempenho das empresas no mercado (ROA e Q de Tobin).

Tarda O. *Et al*, (2024) concluem no seu estudo a empresas da Palestina que a diversidade de género impacta positivamente a rendibilidade dos ativos (ROA), afirmando que os seus resultados estão de acordo com a teoria da dependência de recursos, o que aponta que o sexo feminino é dotado de conhecimentos, competências e legitimidade para promover questões de responsabilidade social para além da sua capacidade de melhorar o desempenho financeiro das empresas.

Reguera-Alvarado, Fuentes & Laffarga, (2017) estudaram 125 empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Madrid, durante os anos de 2005 a 2009, utilizando o Q-Tobin como variável dependente para mensurar a performance. As autoras verificaram que a promulgação da lei da igualdade, fez com que durante o período em análise a participação do sexo feminino nos conselhos de administração aumentasse em 98%, além disso foi verificado que a diversidade de género está diretamente relacionada com resultados económicos mais elevados, uma vez que ter mais mulheres nos conselhos aumenta o desempenho dos negócios pelas suas características diferenciadores em termos comportamentais. O estudo de Dezsö, & Ross, (2012) que abrange empresas públicas dos EUA num período de quinze anos, também corrobora o resultado acima descrito, verificando-se uma associação significativa e positiva com o Q Tobin, o que significa que a presença de diretoras em lugares de gestão de topo, melhora a *performance* de mercado.

Lückerath-Rovers, (2013) mostra que a presença de mulheres no conselho de administração, contribui para um melhor desempenho do capital próprio, apresentando uma relação estatisticamente significativa e positiva. O estudo de Khan *et al.*, (2017) e de Huynh *et al.*, (2022) também corroboram os resultados anteriores. Neves, Proença e Cancela (2023) mostram que os acionistas de empresas Portuguesas têm uma perceção clara de que a existência de mulheres nos CA podem aumentar a sua rendibilidade (ROE).

Kılıç & Kuzey, (2016) evidenciam que o sexo feminino no conselho de administração afeta positivamente a *performance* de uma empresa, expondo pontos de vista diferentes,

transmitindo sinais positivos às partes interessadas, contribuindo para uma boa imagem e mantendo uma vantagem competitiva.

Madaleno & Vieira (2020) analisaram empresas portuguesas e espanholas e expressam a opinião de que a presença de mulheres nos conselhos é encarada pelos investidores como um esforço da empresa para combater o preconceito de gênero. Contudo, ainda assim, parece que em termos de *CFO* ser mulher, ainda é visto pelo mercado como uma desvantagem, e isso pode levar a uma falta de confiança, explicando em parte um contributo negativo sobre o desempenho (ROE). Além disso, as mulheres são vistas no mercado como mais conservadoras, mais avessas ao risco, desencadeando resultados mais baixos Liao, Luo & Tang, (2015).

A investigação de Ahmad *et al.* (2020), que abrangeu duzentas empresas cotadas na bolsa da Malásia, evidencia uma relação significativa e negativa entre a proporção de mulheres no conselho de administração e a rendibilidade dos ativos, justificando que as empresas passaram por um processo de transformação e estarão numa fase de adaptação à diversidade de gênero, depois de se habituarem, pode ser que o desempenho melhore. O estudo de Muhammad K. *et al.*, (2024) também corrobora este resultado.

Mititean, (2022) no seu estudo com uma amostra a sessenta e seis empresas da Roménia, cotadas na Bolsa de Valores de Bucareste nas categorias Premium e Standard entre 2016-2020, apresenta uma relação não significativa com a ROA e ROE. O mesmo acontece para o Q Tobin no estudo de Marinova, Plantenga & Remery, (2016), em que observaram empresas holandesas e dinamarquesas para o ano de 2007.

Com base nos estudos empíricos acima mencionados, pretende-se testar a hipótese:

Hipótese 2 (H2): Existe uma relação significativa entre a presença do sexo feminino no conselho de administração e a *performance*.

2.3 Existência de Comissão de Auditoria

A comissão de auditoria é geralmente considerada como um fator importante na estrutura de governação de uma empresa, nomeadamente em termos de qualidade da auditoria e de

supervisão dos relatórios financeiros. Destaca-se pela responsabilidade de supervisionar o controlo interno e a informação financeira da empresa. (Al-Daoud *et al.*, 2015).

A presença deste órgão, permite fornecer aos acionistas uma maior segurança sobre a qualidade das demonstrações financeiras e o cumprimento das obrigações de divulgação de informação (Davidson *et al.*, 2005).

A comissão pertence ao modelo Anglo-saxónico, é composta por administradores não executivos, e segundo o artigo 423.º-B n.º 2 e 4, do Código das Sociedades Comerciais (CSC), deve ser constituído, pelo menos, por três membros efetivos, sendo que no mínimo um membro deva ter curso superior adequado ao exercício das suas funções e conhecimentos em auditoria ou contabilidade e que, nos termos do n.º 5 do artigo 414.º, seja independente. Nas empresas cotadas em bolsa, os membros da comissão de auditoria devem ser, maioritariamente, independentes (artigo 423.º-B n.º 5). Para Espanha, esta comissão é fundamental e está presente em todas as empresas, como se poderá observar mais à frente.

O estudo de Al-Okaily & Naueihed (2020), que avaliaram empresas cotadas na bolsa de valores do Reino Unido e evidenciaram uma relação significativa e positiva, em empresas não familiares, entre a dimensão, a experiência e a frequência de reuniões da comissão de auditoria e a ROA e o Q Tobin. Uma comissão eficaz, melhora a qualidade da informação e reduz a assimetria de informação entre gestores e acionistas, justificaram, assim, os autores.

Também Dakhllalh *et al.*, (2020), estudaram as variáveis: dimensão, independência, e os conhecimentos e experiência da comissão de auditoria e revelaram que, impactam de forma significativa e positiva a *performance* da empresa medida pelo Q-Tobin. Este resultado apoia a Teoria da dependência de que a independência da comissão de auditoria provoca um efeito positivo no valor da empresa. Também vai de encontro à Teoria da Agência, que defende que o desempenho deve ser melhorado com mais conhecimentos e capacidades.

O estudo de Bhat D. *et al.*, (2024) também apresenta o mesmo resultado sobre as cem maiores empresas cotadas da Índia, indicando que o mercado responde de forma positiva a uma comissão de auditoria eficiente.

Os autores Aanu, Odianonsen & Foyeke, (2014) afirmam que os conhecimentos e experiência da comissão de auditoria provocam um efeito positivo sobre o desempenho económico (ROE) para vinte e cinco empresas da Nigéria. O resultado de (Bouaziz, 2012) é consistente com os anteriores. Também o estudo de Huynh *et al.*, (2022), demonstra uma relação significativa e positiva entre a dimensão da comissão de auditoria e o ROE.

Willim, (2015) com base no seu estudo, mostra uma relação significativa e positiva entre a existência de comissão de auditoria e a performance da empresa mensurada pelo Q-Tobin. Os resultados baseiam-se em quarenta e uma empresas do setor da agricultura e mineração, cujo horizonte temporal foi entre 2010 e 2014.

Abdullah & Tursoy, (2023) avalia empresas cotadas na bolsa de valores de Frankfurt, na Alemanha e revela que, a presença desta comissão tem uma relação estatisticamente significativa e negativa com o desempenho da empresa (ROA e ROE). Logo, as empresas que não são dotadas deste órgão no seu conselho de administração, estão sujeitas a um desempenho superior. A explicação por parte destes autores é que, apesar deste órgão ser responsável por supervisionar a prática de relatórios financeiros, a qualidade da informação presente, a escolha de princípios e políticas contabilísticas e o cumprimento da regulamentação e da ética, o sistema de governação alemão é muito direcionado para os acionistas e controlado por pessoas com informação privilegiada (Clarke, 1998). Também os autores Hassan *et al.*, (2016) ao estudar as empresas cotadas na bolsa palestiniana, teve um efeito negativo e significativo no ROA, argumentando que a falta de membros especializados leva a uma maior dimensão das comissões e a um aumento das taxas, afetando assim o desempenho.

O estudo Rosharlianti & Pratiwi, (2022), onde apresentam uma relação significativa e negativa, justificando que a presença desta comissão é levada a cabo pela empresa como um cumprimento dos regulamentos estabelecidos pelo governo, em prol de uma “boa governação corporativa”. Também Neves, Proença e Cancela (2023) mostram que o custo e escrutínio à gestão desta comissão não leva a melhores níveis de desempenho, medido pelo ROA.

Para terminar, o estudo elaborado por Bouaine & Hrichi, (2019) refere que, a variável “existência de comissão de auditoria” não tem uma relação significativa com a *performance* medida através da ROE. Este resultado pode ser explicado pelo facto de que, a maioria das empresas francesas voluntariamente adota a comissão de auditoria, por isso,

a imposição legal de uma comissão de auditoria, não é significativa para a *performance* da empresa. Também os autores Hijazi, Nasser & Assan (2016), corroboram os resultados anteriores afirmando existir um efeito negativo e insignificante, pois esse impacto pode ser atribuído à falta de conhecimentos financeiros suficientes dos membros da comissão, tendo sempre presente os seus honorários. Também Bhat D. *et al.*, (2024) relativamente ao desempenho operacional e financeiro (ROA e ROE), revela um contributo insignificante.

Com base na literatura citada, a terceira hipótese a ser testada é:

Hipótese 3 (H3): Existe uma relação significativa entre a existência de comissão de auditoria e a *performance*.

2.4 Remuneração do CEO

Segundo a teoria da agência, a remuneração dos executivos pode ser utilizada para atenuar o problema de agência, alinhando os interesses dos gestores com os dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976) e Zoghlami, (2021) ou mais recentemente Neves *et al.*, (2023).

Ao conceder ao executivo uma participação no capital da empresa, os ganhos associados a ações, estimula práticas que beneficiem os acionistas. O contrato ótimo equilibra a concessão de incentivos e a exposição dos gestores avessos ao risco, a uma volatilidade excessiva da sua remuneração (Frydman, & Jenter, 2010).

A estrutura da remuneração do CEO é composta pela compensação financeira e por outros prémios não financeiros. Estes pagamentos incluem todos os custos garantidos para a empresa, incentivos a curto e a longo prazo e outros benefícios financeiros atribuídos pelo desempenho efectuado (Bussin, 2011). Os pacotes de remuneração são desenvolvidos para garantir a capacidade da empresa, de atrair e reter junto de si, os melhores profissionais.

Também pode haver uma remuneração excessiva que advém do facto de serem prestados serviços que inicialmente não foram planeados ou tidos em conta. Apesar da substancial heterogeneidade nas políticas de remuneração das empresas, a maioria dos pacotes de

remuneração dos diretores executivos consiste em salário, bônus anual, incentivos ao desempenho a curto e a longo prazo (Frydman & Jenter, 2010; Warr & Fay, 2001).

Mehran *et al.*, (2022) analisaram setenta empresas não financeiras do PSX desde 2010 a 2019 e concluíram que, a remuneração do *CEO* impacta positivamente a *performance* de uma empresa medida através da ROA. O que significa, que a estrutura de remuneração do *CEO* tem um papel fundamental na melhoria do retorno sobre os ativos (ROA). Neves *et al.*, (2023) mostram que uma maior remuneração pode não ser suficientemente valorizada pelo gestor (ROA) provavelmente porque não sente que isso seja fundamental para aumentar mais o seu desempenho, mas é vista pelos stakeholders externos como algo muito positivo ao crescimento futuro das empresas (QTobin).

Smirnova & Zavertiaeva (2017), mostram igualmente no seu estudo a trezentas e trinta empresas da europa, durante 2009 e 2013, que quanto maior for a remuneração total e o bônus maior é a probabilidade de a empresa conseguir melhores níveis de desempenho, uma vez que apresenta uma relação estatisticamente significativa e positiva com a ROA. Os bônus, enquanto parte não fixa da remuneração, constituem um incentivo para melhorar os resultados das empresas. Shaw & Zhang, (2010) e Zandi *et al.*, (2019) também corroboram estes resultados.

Os autores Grey C. *et al.* (2024), provaram que a remuneração do CEO impacta positivamente a performance (ROA e Q Tobin), num estudo a mais de duzentas empresas cotadas do Reino Unido, argumentando que a diversidade entre o Presidente e o CEO combinada com incentivos salariais pode ser vantajosa para garantir que as empresas apresentem um alto desempenho financeiro que corresponda à remuneração do CEO e dos restantes executivos. Carpenter & Sanders (2002), também corroboram estes resultados.

O estudo de Alqatan *et al.*, (2019) também está em consonância com os resultados anteriores, onde se verifica uma influência estatisticamente significativa e positiva entre a remuneração e a *performance* empresarial medida através da ROA e do Q de Tobin. Assim, os problemas de assimetria de informação e de conflito de interesses da teoria da agência poderão sofrer uma redução.

Singh *et al.*, (2021) no seu estudo apresentam uma relação significativa e positiva entre a remuneração e a rendibilidade do capital próprio. Porém, não influencia a percepção de mercado dos investidores medida pelo Q Tobin.

Elsayed & Elbardan (2018), constataram após um estudo feito a empresas do *Financial Times and Stock Exchange (FTSE 350)*, que a remuneração total do *CEO* afeta de forma significativa o desempenho de uma empresa, utilizando o Q-Tobin. Mencionam como o nível e a estrutura da remuneração podem ser úteis para potenciar o desempenho de uma empresa, estando consistentes com as perspetivas de administração. Logo, verifica-se uma relação positiva.

Segundo a teoria da agência, a remuneração dos diretores executivos pode ser relevante para diminuir os conflitos de interesses entre os acionistas e os diretores executivos (Zoghلامي, 2021). Após um estudo a cento e cinquenta e cinco empresas francesas cotadas no SBF 120, Zoghلامي (2021), concluiu que a remuneração bruta do *CEO* afeta positivamente e significativamente a *performance* da empresa medida pela ROE. Zandi *et al.* (2019), também apoiam os resultados anteriores.

Ao contrário de Smirnova & Zaveriaeva (2017), no seu estudo concluíram que existe uma associação significativa e negativa com o Q-Tobin, tal significa que se a remuneração for relativamente elevada, os diretores executivos não estão suficientemente motivados de forma a melhorar a *performance* de mercado.

Osei-Bonsu & Lutta, (2016) no seu estudo verificaram que a remuneração em dinheiro dos diretores executivos não é estatisticamente significativa ao nível de confiança de 5% para explicar o comportamento da *performance* empresarial mensurada através do ROE e da ROA. Mäkinen, (2007) no seu estudo, também revela uma relação estatisticamente não significativa com a ROA. Contudo, se as medidas de desempenho baseadas na contabilidade e no mercado de ações forem testadas com um ano de desfasamento, verifica-se que a remuneração influencia de forma significante e positiva as variáveis dependentes.

Com base na literatura citada, a quarta hipótese a ser testada é:

Hipótese 4 (H4): Existe uma relação significativa entre a remuneração do *CEO* e a *performance*.

2.5 Existência de Comissão de Responsabilidade Social e Corporativa

Segundo Peters, Gary *et al.*, (2019), a criação de um cargo de *CSO* (*Chief sustainability officer*), pode representar um mecanismo de governação mais simbólico do que substantivo, pois não encontraram uma associação entre as nomeações de *CSO* e o desempenho subsequente em matéria de sustentabilidade para as empresas que apresentavam um fraco desempenho, ao contrário das empresas que tinham um desempenho maior anteriormente à nomeação, começaram a registar melhorias significativas no desempenho ao fim de 3 anos.

Adnan *et al.*, (2018) verificaram que a adoção desta estrutura de governação contribuiu para uma melhor quantidade (a extensão dos relatórios) e a qualidade (a abrangência) da divulgação de responsabilidade social e corporativa, pois a variável apresentou resultados positivos e significativos quanto à qualidade e quantidade dos relatórios de RSC em todos os testes. Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, (2018) também apresentaram no seu estudo uma relação estatisticamente significativa e positiva em relação a estas duas variáveis.

Okafor *et al.*, (2021) num estudo a empresas tecnológicas norte-americanas, concluíram que, quanto mais uma organização investe em atividades no âmbito da responsabilidade social e corporativa, maior será o seu desempenho, pois estas práticas têm um efeito significativamente positivo para ambas as rentabilidades estudadas (ROA e ROE). Assim, uma empresa ao se coadunar com perspetivas de ESG (ambientais, sociais e de governação), significa que do ponto de vista ambiental e social, os seus ativos são bem utilizados para gerar riqueza, o que será bastante interessante do ponto de vista dos investidores, esperando-se, conseqüentemente, retornos atrativos devido à vantagem competitiva que daí advém. A presença de uma comissão de responsabilidade social e corporativa no conselho de administração revela um compromisso social e ambiental Ricart *et al.*, (2005) e Hussain *et al.*, (2018).

Também Spitzack, (2009) verificou num estudo a empresas britânicas que, a existência desta comissão favorece as empresas das demais, no âmbito das atividades de cariz sustentável e Martínez-Ferrero *et al.*, (2021) afirmam que estas práticas, conseqüentemente, desencadearão maiores níveis de desempenho.

Elbardan, Hany, *et al* (2023), concluíram no seu estudo a 58 empresas internacionais que a comissão de responsabilidade social e corporativa é um fator moderador robusto entre o seu *reporting* e o valor da empresa (Q-Tobin). Também Neves *et al.*, (2023) mostraram que a existência desta comissão leva a melhores níveis de reputação potenciando mais valorização de mercado (QTobin).

Baraibar-Diez, Elisa; Odriozola, María (2019) numa amostra a empresas francesas, determinaram que a comissão de responsabilidade social e corporativa estabelece uma relação estatisticamente significativa e negativa com a variável ROA, o que significa que a presença deste órgão no conselho de administração afeta o desempenho económico de uma empresa. O mesmo resultado foi obtido por Neves *et al.*, (2023) para empresas ibéricas, argumentando que os gestores não se sentem confortáveis com uma comissão que em princípio está a monitorizar e acompanhar os seus trabalhos, conduzindo a mais custos.

Cancela *et al.* (2020), numa análise à Península Ibérica determinaram que a comissão de responsabilidade social e corporativa não influencia significativamente o desempenho das empresas medidos pelo Q Tobin e pela ROA.

Em conformidade coloca-se a seguinte hipótese:

Hipótese 5 (H5): Existe uma relação significativa entre a Comissão de Responsabilidade Social e Corporativa e a *performance*.

2.6 Gastos Sociais

Cabe a cada organização o esforço de para melhoraria das condições de trabalho e da satisfação dos trabalhadores, proporcionando um bom ambiente e uma remuneração competitiva (Darma & Supriyanto, 2017). Se existe satisfação no local de trabalho, os funcionários irão estar mais motivados e, conseqüentemente, tornaram-se mais leais à organização. Esse bem-estar irá repercutir-se num aumento da produtividade. Posto isto, no seu estudo concluem que a remuneração afeta o desempenho dos funcionários, uma vez que, quanto maior for, maior será a satisfação dos mesmos contribuindo, assim, para uma maior eficiência/desempenho organizacional.

Luthans (2007, p.141) define a satisfação no trabalho como “Um estado emocional agradável ou positivo que provém da avaliação do trabalho ou da experiência profissional”. Os fatores que afetam a satisfação segundo Sani e Maharani, (2013) são: a remuneração e as circunstâncias de pagamento, até que ponto é que as tarefas são atraentes e proporcionam uma oportunidade de aprendizagem, a existência de promoção/progressão de carreira, a preocupação/ interesse demonstrado para com os funcionários e por último, a competência e solidariedade dos colegas de trabalho.

A satisfação dos funcionários desempenha um papel considerável na melhoria da rentabilidade empresarial e da qualidade dos bens e serviços prestados (Latif *et. al.*, 2013).

Omodero *et al.*, (2016) num estudo a empresas nigerianas revelam uma influência positiva dos custos dos benefícios do pessoal na rendibilidade. O crescimento progressivo do desenvolvimento dos recursos humanos pode ter fortes efeitos positivos no desempenho financeiro das empresas, nomeadamente no volume de negócios.

Onyekwelu *et al.*, (2020) examinam a remuneração (salários, incentivos, recompensas indiretas) como um instrumento para aumentar o desempenho dos trabalhadores na Nigéria. Após a análise, verificaram que existe uma relação significativa e positiva entre estas duas variáveis. Atualmente, as empresas consideram essencial incluir as políticas de remuneração nos seus objetivos organizacionais, uma vez que a gestão destas permite obter uma vantagem competitiva no mercado. A investigação de Balogun & Omotoye, (2020) à *Global Communications Limited* corrobora os mesmos resultados.

Em relação aos benefícios pós emprego, Lin, Yao, & Zhao (2014) realizaram um estudo a 324 empresas da China, no qual verificaram que, estes têm influência na *performance* empresarial. Esta investigação conclui que, a existência de benefícios abrangentes aos trabalhadores, melhora o desempenho empresarial através de resultados comportamentais, que advém de uma consequência psicológica dos funcionários.

Também os autores Craig *et al.* (2020), concluíram no seu estudo a empresas industriais nigerianas, que existe uma relação estatisticamente significativa entre os salários do pessoal, benefícios pós-emprego e o resultado líquido positivo. Também Neves *et al.*, (2023) mostraram para empresas ibéricas que a melhoria das condições salariais dos funcionários promove a reputação de mercado das empresas levando a uma maior rendibilidade das ações.

Neves, Vieira e Serrasqueiro (2022) mostraram para uma amostra de empresas portuguesas que as despesas sociais são percebidas pelos stakeholders externos às empresas como algo que não motiva no longo prazo os funcionários, sugerindo que mais cedo ou mais tarde essa satisfação não se relaciona com salários e que não leva a mais oportunidade de crescimento futuro (QTobin).

Tendo em conta os argumentos acima citados, proponho a sexta hipótese:

Hipótese 6 (H6): Existe uma relação significativa entre os Gastos Sociais e a *performance*.

2.7 Dimensão da empresa

A dimensão de uma empresa é determinante para explicar a sua *performance*. Empresas com grandes dimensões são mais apelativas para os investidores, dado que são mais desenvolvidas, e, por conseguinte, têm maior capacidade para apresentarem bons resultados. Esta perceção por parte dos investidores, favorece o valor das empresas, Bon & Hartoko, (2022).

As empresas com um elevado número de ativos, serão mais atrativas para os investidores, credores e restantes *stakeholders*; para além de, permitir ao conselho de administração, ser mais flexível na utilização dos ativos para aumentar o valor da empresa Sugiyanto *et al.* (2021).

Segundo Sukesti *et al.* (2021), uma empresa ao atingir determinada dimensão, significa que atingiu uma fase de maturidade à qual é mais estável e com maior capacidade para gerar lucros. As grandes empresas tornam-se mais eficazes do que as pequenas empresas, visto que utilizam economias de escala, que se caracterizam como vantagens de custos obtidas pelas empresas quando a produção se torna eficiente, o que aumentará o desempenho. Desta forma, verificou-se no seu estudo uma relação significativa e positiva com a ROA. Para Sellers & Alampì-Sottini (2016), o aumento da eficiência e as economias de escala, além de ser um meio de erguer barreiras à entrada de novos concorrentes no mercado, são fatores que contribuem para uma relação positiva e significativa no que diz respeito a estes dois conceitos, pois as grandes empresas têm ao seu dispor maiores oportunidades técnicas e comerciais.

Christensen, Kent, & Stewart, (2010) indicam que empresas de grandes dimensões possuem uma melhor *performance* (ROA) em comparação com empresas que detêm menos ativos, apresentando relação significativa e positiva. Cho, (2019) e Al-Ahdal *et al.*, (2023) estão de acordo com os resultados anteriores.

Os autores Hashmi *et al.* (2020), evidenciam que a relação entre a *performance* medida pela ROA e ROE e a dimensão da empresa é positiva, concluindo que empresas com grandes dimensões pagam bons dividendos e são mais diversificadas, distinguindo-se das empresas com baixo desempenho, dando um bom sinal ao mercado.

Bouaine & Hrichi, (2019) desenvolveram um estudo a sem empresas francesas cotadas em Paris Stock Exchange, o qual apresenta uma relação significativa e positiva com o ROE e ROA, o que confirmam que quanto mais ativos a empresa deter, melhor será o desempenho das empresas francesas. Al-Ahdal *et al.*, (2023) também afirma que o tamanho impacta positivamente a rendibilidade dos capitais próprios.

Também Al-Jalahma, (2022) verificou que existe uma relação estatisticamente significativa e positiva para todas as variáveis dependentes (ROA, ROE e Q Tobin). Recentemente, também Neves, Caniaux, Gouveia e Coelho (2024) mostraram que quanto maior for o ativo total detido pelas empresas, maior será o seu desempenho empresarial. Os administradores e acionistas dessas empresas assumem que a gestão dos recursos é eficiente e que isso se traduzirá em níveis mais elevados de desempenho operacional e financeiro (ROA e ROE respetivamente).

No entanto, existem alguns autores que apoiam impactos negativos. Halcro *et al.* (2021), concluem que as empresas comerciais são mais impulsionadas a crescer, mostrando que as grandes empresas têm piores desempenhos através de uma relação negativa com a ROA. Tal como Shah, S. *et al.*, (2024) e Zoghlami (2021), a partir de uma amostra de cento e cinquenta e cinco empresas francesas cotadas no SBF 120, mostram uma relação significativa negativa para todas as variáveis dependentes. Também Bhat, D. *et al.*, (2024) concluem que a dimensão das empresas da Índia, impactam negativamente a *performance* em todas as variáveis. Neves *et al.*, (2022), elaboraram um estudo a empresas ibéricas do setor do vinho, e, concluí apenas, que esta variável impacta a rendibilidade operacional dos ativos.

Alqatan, Chbib & Hussainey, (2019), obtiveram igualmente uma relação significativa e negativa, em relação à ROA e ao Q de Tobin, cuja amostra compreende empresas não financeiras do FTSE 100 do Reino Unido e Ibéricas, respetivamente. Também Wang (2021), corrobora os resultados anteriores ao estudar grandes empresas do setor da energia, adiantando que, empresas de grandes dimensões são compostas por estruturas organizacionais complexas o que gera um desperdício de recursos (humanos e de materiais). Acrescenta também que, face à dimensão das empresas os colaboradores não têm contacto direto com os executivos, o que faz com que não sejam persuadidos por estes diretamente.

Por último, menciono alguns autores que não apresentam relações significativas para as variáveis dependentes, nomeadamente, Cho, (2019) e Wang, (2021), para QTobin, Bin & Mohammed, (2022) para a ROA e Al-Ahdal *et al.*, (2023) para o ROE e o QTobin.

2.8 Grau de Endividamento

Alguns pressupostos económicos financeiros demonstram uma relação direta entre o endividamento e a rentabilidade, nomeadamente, a Teoria dos Custos de Agência. De acordo com esta teoria, a existência de dívida irá monitorizar a gestão e, assim, reduzir os custos de agência, (Ali *et al.*, 2022). A literatura também menciona as teorias *Trade-off* e *Pecking Order*, em que a primeira assenta numa relação positiva entre o endividamento e a rentabilidade, enquanto a segunda sustenta um impacto negativo, Neves *et al.*, (2020).

Proença & Neves (2022), ao estudarem o impacto do Grau de endividamento na *performance* de empresas ibéricas concluíram uma influência positiva e significativa para a rentabilidade dos ativos, enquanto para as restantes variáveis dependentes registaram uma relação igualmente significativa, mas negativa. Mais endividamento implica uma ROA mais elevada uma vez que, os gestores estão convencidos da sua boa gestão da dívida e os acionistas estão mais relutantes em usá-la, dado que gera mais outflows. Zoghلامي (2021), também corrobora os resultados anteriores no que diz respeito ao ROE e Q Tobin numa amostra de cento e cinquenta e cinco empresas francesas cotadas no SBF 120, entre 2009 e 2018. Contrariamente, os autores Bhat *et al.*, (2024) apresentam no seu estudo a empresas indianas uma relação significativa e positiva com o ROE e o Q Tobin.

Os autores MN, Shenoy, Chakraborty, & BM (2024), apresentaram no seu estudo a quatrocentas empresas não financeiras indianas uma relação significativa e negativa para todas as várias em estudo argumentando que, os investidores indianos são avessos ao risco, aconselhando os gestores a absterem-se de financiamentos excessivos, uma vez que um aumento significativo do grau de alavancagem implica riscos consideráveis.

Madaleno & Vieira (2020), apresentam resultados negativos e significativos para a ROE, pois os investidores entendem que mais níveis de endividamento acarreta mais risco no futuro, afetando a reputação e visibilidade, prejudicando assim, o desempenho. Também (Akben-Selçuk, 2016), encontra uma relação negativa entre o endividamento e a ROE para um estudo realizado na Turquia.

Vieira *et al.*, (2019) ao analisarem os determinantes do desempenho das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* durante os anos de 2010 a 2015, obtiveram sinais negativos e significativos na relação entre o endividamento e a *performance* empresarial medido através do Q de Tobin. Tal como nos estudos de Cancela *et al.*, (2020), Shatnawi *et al.*, (2022) e Al-Ahdal *et al.*, (2023).

3. Metodologia de Investigação

3.1 Dados

Para o desenvolvimento do presente estudo, utilizou-se uma amostra que compreende empresas não financeiras cotadas da *Euronext Lisbon* e do IBEX (*Ibéria Index*) 35, mais precisamente de Portugal e Espanha, abrangendo um horizonte temporal de sete anos, entre 2015 e 2021.

Para a extração dos dados, as bases de dados utilizadas foram a SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) e para as variáveis dependentes, independentes e de controlo. Quanto às variáveis de *Corporate Governance* e *Corporate Social Responsibility* utilizou-se relatórios de *Corporate Governance*, de Responsabilidade Social e Corporativa, também designados por relatórios de Sustentabilidade, relatórios de Gestão e Contas e, por fim, relatórios de Remunerações.

Relativamente ao tratamento dos dados, como aspeto essencial para a estimação de correlação de segunda ordem, as empresas devem conter dados de no mínimo quatro anos consecutivos (Arellano & Bond, 1991) e foram excluídas da amostra Sociedades Financeiras, SGPS (Sociedades Gestoras de Participações Sociais), e as SAD's (Sociedades Anónimas Desportivas). As razões subjacentes a estas exclusões são em primeiro, as entidades financeiras obedecerem a um diferente sistema contabilístico e também devido, à especificidade da atividade e da estrutura de capital. Em segundo, o objeto social das SGPS's não incide numa atividade económica direta, mas sim na gestão de participações sociais das suas participadas. E, por último, quanto às Sociedades Anónimas Desportivas, o facto de o período económico não corresponder ao ano civil, ao contrário das restantes empresas, invalidaria a coerência dos dados a tratar. De seguida, os dados foram colocados em painel e testados pelo software STATA 16. Posto isto, existe apenas uma amostra constituída por trinta e nove empresas, sendo que catorze são portuguesas, e vinte e cinco são espanholas.

3.2 Variáveis a incluir no modelo

Nesta secção, apresenta-se as variáveis a incluir neste estudo, relacionadas com a *Corporate Governance* e a *Social Responsibility*, mas também, de natureza económico-financeira representando o posicionamento de cada uma no mercado em geral.

3.2.1 Variáveis Dependentes

3.2.1.1 Dimensão Económico-Financeira

Face à dimensão económica e financeira, o desempenho da empresa é medido pela ROA e pela ROE. Sendo ambos de natureza contabilística, são indicadores de rendibilidade, que permitem avaliar a qualidade da gestão (Vieira *et al.*, 2019). A ROA é um rácio económico que mede a rendibilidade gerada pelos ativos investidos, que se obtém pela divisão do EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) pelo total do ativo. Quanto maior for a ROA, maior será a performance financeira da empresa relacionada com a gestão dos seus ativos (Wijaya, 2019). A ROE é um rácio financeiro que avalia a rendibilidade dos

capitais próprios, dividindo o resultado líquido pelo capital próprio. Permite medir a eficiência de uma empresa em gerar rentabilidade a partir de capitais próprios e mostra o potencial da empresa em aplicar investimentos no sentido de alavancar os seus resultados (Mucharreira & Antunes, 2015).

3.2.1.2 Dimensão de Mercado

Quanto à dimensão de mercado, o desempenho da empresa é medido pelo método (QT) Q-Tobin, desenvolvido pelo economista James Tobin (1969) e mede a razão entre o valor de mercado dos ativos da empresa e o seu valor a custo de reposição. Este rácio obtém-se a partir do valor de mercado dos capitais próprios mais o total da dívida, a dividir pelo total do ativo líquido. Esta variável é utilizada pelos investidores como ferramenta auxiliar nas decisões de investimento. Assim, como o pressuposto de que este método compreendia todos os fatos relevantes para a decisão de investimento, o objetivo de Tobin, foi explicar as variações dos investimentos agregados ao longo do tempo com base em informações de mercado. Este rácio ao apresentar valores superiores a um, revela que as empresas apresentam a motivação e as condições necessárias para realizar investimentos.

3.2.2 Variáveis Independentes

Como referido anteriormente, seguem-se na tabela seguinte as variáveis explicativas que integram variáveis independentes e de controlo que, por sua vez, compõem o modelo de estimação.

Tabela 3.2. – Exposição das Variáveis independentes

Denominação das variáveis (PT)	Denominação das variáveis no modelo	Definição/ <i>Proxy</i>
Caraterísticas de <i>Corporate Governance</i>		
Dimensão do conselho de administração	(BSIZE)	Número total de diretores existentes no conselho de administração
Presença do sexo feminino no conselho de administração	WOMAN	Variável <i>dummy</i> que representa a presença (1) ou não (0) da comissão de auditoria
Comissão de auditoria	(AUDCOM)	Variável <i>dummy</i> que representa a presença (1) ou não (0) da comissão de auditoria
Caraterísticas de <i>Corporate Social Responsibility</i>		
Remuneração do órgão executivo	(REMCEO)	Ln (Total remuneração auferida anualmente)
Comissão de responsabilidade social e corporativa	(CSRCOM)	Variável <i>dummy</i> que representa a presença (1) ou não (0) da comissão de CSR
Gastos sociais	(EMPCOMP)	Ln (Total de gastos com pessoal)
Caraterísticas específicas da empresa		
Dimensão da empresa	(SIZE)	Ln (Ativo Total da empresa)
Grau de endividamento	(LEV)	$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}} \times 100$

3.3 Modelo Empírico e Método de Estimação

Neste ponto segue-se a forma funcional do modelo de regressão com dados em painel:

$$Y_{it} = \beta_0 Y_{i,t-1} + \beta_1 X_{it} + u_{it}$$

Onde:

$i = 1, \dots, N$, representa a dimensão *cross-section*

$t = 1, \dots, T$, representa a dimensão temporal

$N \times T$ representa o número de observações

X_{it} representa as variáveis explicativas referentes ao indivíduo i no período do tempo t .

Neste estudo, consideram-se os seguintes modelos:

$$ROA_{it} = \beta_0 ROA_{it-1} + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 WOMAN_{it} + \beta_3 AUDCOM_{it} + \beta_4 REMCEO_{it} + \beta_5 CSR_{COM}_{it} + \beta_6 EMP_{COMP}_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \mu_{it} + v_i$$

..... (1)

$$ROE_{it} = \beta_0 ROE_{it-1} + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 WOMAN_{it} + \beta_3 AUDCOM_{it} + \beta_4 REMCEO_{it} + \beta_5 CSR_{COM}_{it} + \beta_6 EMP_{COMP}_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \mu_{it} + v_i$$

..... (2)

$$QTOBIN_{it} = \beta_0 QTOBIN_{it-1} + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 WOMAN_{it} + \beta_3 AUDCOM_{it} + \beta_4 REMCEO_{it} + \beta_5 CSR_{COM}_{it} + \beta_6 EMP_{COMP}_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \mu_{it} + v_i$$

.....(3)

ROA_{it} , ROE_{it} e $QTobin_{it}$ são as variáveis dependentes e representam a rendibilidade operacional do ativo (*Return on Assets*), rendibilidade dos capitais próprios (*Return on equity*) e o QTobin, respetivamente. As variáveis independentes, são *BSIZE* (*Board Size*), *WOMAN*, *AUDCOM* (*Audit Committee*), *CEOREM* (*Chief Executive Officer Remuneration*), *CSRCOM* (*Corporate Social Responsibility Committee*), *EMPCOMP* (*Employee Compensation*), *SIZE* e *LEV* (*Leverage*).

3.3.1 Método de Estimação

Para testar as hipóteses apresentadas no capítulo 3 é utilizada a metodologia de Dados em Painel e o *Generalized Method of Moments (GMM)*. O método de dados em painel,

consiste no agrupamento de dados temporais (*time-series*) e seccionais (*cross-section*) no mesmo modelo. Os dados apresentados em painel permitem analisar, em simultâneo, as oscilações das variáveis ao longo do tempo, tendo em conta as várias características dos dados, aumenta os graus de liberdade nas estimações, e reduz a colinearidade entre as variáveis explicativas, o que contribui para uma estimação mais eficiente e precisa dos modelos econométricos. Ainda assim, a metodologia de dados em painel apresenta alguns pontos fracos, como por exemplo, o enviesamento que advém da heterogeneidade e seletividade entre os indivíduos constituintes da amostra, sendo possível eliminar a heterogeneidade inobservável das variáveis que possam provocar alterações nos resultados (Neves, 2018).

Como a estimação de correlação de segunda ordem é um pressuposto do *Generalized Method of Moments (GMM)*, será o método de estimação utilizado para as hipóteses estabelecidas uma vez que, é uma das técnicas mais avançadas da econometria para estimar parâmetros de uma equação (Neves, 2018). Este método permite resolver dois problemas fundamentais: o da Endogeneidade e Heterogeneidade; e ainda controla a persistência da variável dependente. (García-Herrero *et al.*, 2009), (Djalilov & Piesse 2016) e (Vieira *et al.*, 2019). O *GMM System* para modelos de painel não balanceados utiliza os instrumentos possíveis para que as variáveis independentes não significativas sejam eliminadas de maneira a que os resultados sejam eficientes (García-Herrero *et al.*, 2009).

Wintoki, Linck & Netter (2012), desenvolveram este método onde se consegue obter estimativas eficientes, controlando-se a heterogeneidade não observada e invariável no tempo, mas também a relação dinâmica entre dados atuais das variáveis independentes e antigos da variável dependente.

3.3.2 Testes

De acordo com Neves, Gouveia & Proença (2020), com o objetivo de validar a especificação adotada, realizam-se três testes: i. Teste de Sargan; ii. Teste de Wald; iii. Teste de Arellano-Bond ou de Auto correlação dos erros de primeira e segunda ordem.

Teste de Sargan

O teste de Sargan foi o primeiro teste estatístico a ser realizado. Inicialmente proposto por John Denis Sargan (1958), este teste tinha como propósito encontrar erros de simultaneidade e de medições de variáveis exógenas. Posteriormente aprimorado por Hansen (1982), em que mostrou que este teste também poderia abranger o *GMM System* num contexto de séries temporais, averiguando a validade dos instrumentos, isto é, se não existe uma correlação entre os instrumentos e o termo de erro (Arellano & Bond, 1991; Blundell & Bond, 1998).

Com isto, pretende-se testar a validade exógena dos instrumentos formulando a seguinte hipótese nula:

$$H_0 = \text{As restrições de sobre identificação são válidas.}$$

Desta forma, quanto maior o valor-p associado ao teste, melhores serão os resultados e o modelo só será válido se o valor-p for maior do que um dos graus de significância (1%, 5% ou 10%), o que significa que a hipótese nula foi aceite.

Assim, o teste de especificação Sargan, assintoticamente χ^2 , tem como hipótese nula a inexistência de correlação entre os instrumentos e o termo de erro, isto é, a hipótese de que os instrumentos são válidos:

$$H_0: \text{instrumentos válidos}$$

$$H_1: \text{instrumentos não válidos}$$

Teste de *Wald*

De seguida realizou-se o teste de *Wald*, um teste estatístico qui-quadrado, que tem como objetivo validar se os coeficientes do modelo são significativamente diferentes de zero.

Para avaliar de forma global a significância das variáveis do modelo, realizou-se este teste assintoticamente χ^2 sob a hipótese nula de que os coeficientes são nulos:

$$H_0: \text{coeficientes não são significativos}$$

$$H_1: \text{coeficientes são significativos}$$

Assim, para que o modelo seja adequado aos dados, o valor-p deste teste tem de ser inferior a aos graus de significância usuais, rejeitando a hipótese nula, o que significa ser um modelo altamente explicativo.

Teste de Arellano-Bond

Por último, foi elaborado o teste de Arellano-Bond, que caracteriza-se como um método avaliador de momentos, utilizado para a estimação de modelos de dados em painel. Também conhecido como um teste de autocorrelação, que avalia a correlação serial de primeira e segunda ordem, AR(1) e AR(2), respetivamente (Arellano & Bond, 1991). Donde a hipótese nula é:

H_0 = Ausência de autocorrelação entre o resíduo do ano e o do ano anterior.

Se o valor-p de AR(2) for superior a 5%, significa que o modelo é válido, na medida em que especifica de forma correta as variáveis selecionadas, mas também, que não compadece de problemas de autocorrelação.

4. Apresentação e Discussão De Resultados

Neste capítulo apresentam-se as estatísticas descritivas, bem como a interpretação dos resultados obtidos para as variáveis supramencionadas.

4.1 Estatísticas descritivas

Tabela 4.1. - Estatísticas descritivas para a amostra Portugal e Espanha.

Variáveis	Média	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
ROA	3,744	-53,968	56,989	8,5911
ROE	7,466	-208,42	70,567	21,346
QT	0,7114	0	5,65	0,9106
BFSIZE	9,149	2	17	3,946
WOMAN	-	0	1	-
AUDCOM	-	0	1	-
CEOREM	13,735	10,463	16,7151	1,2620

CSRCOM	-	0	1	-
EMPCOMP	11,356	0,885	16,152	3,138
SIZE	14,849	7,746	18,770	2,635
LEV	63,340	2	366,953	35,702

Analisando os dados das estatísticas descritivas conforme apresentado na tabela supra, é possível inferir que quanto às variáveis dependentes (ROA, ROE, QTOBIN), os dados revelam valores médios baixos. No que diz respeito às rendibilidades, a gestão dos ativos e dos capitais próprios não está a ser a mais eficiente e em relação ao QTobin, como a média é inferior a um (0,7114), demonstra que as empresas não estão motivadas para investir. Das três variáveis a ROE, apresenta maior dispersão.

Em relação às variáveis independentes, é de destacar o *Leverage* (LEV), com o valor médio e desvio-padrão mais altos, o que significa que a estrutura de capital das empresas da península ibérica, é composta na sua maioria por capital alheio.

4.2 Discussão de resultados dos modelos de regressão

Tabela 4.2 – Resultados de estimação do modelo 1

ROA				
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	-8981,71	15,329	-5,86	0,000***
ROA L1	-0,015	0,004	-4,17	0,000***
BSIZE	-0,170	0,220	-0,77	0,442
WOMAN	-2,203	0,659	-3,34	0,001***
AUDCOM	-34,746	7,871	-4,41	0,000***
CEOREM	8,081	1,228	6,58	0,000***
CSRCOM	-7,205	5,668	-1,27	0,204
EMPCOMP	1,742	0,437	3,99	0,000***
SIZE	0,941	1,121	0,84	0,401
LEV	-0,1764	0,0080	-21,16	0,000***
Sargan			24,272(18)	0,146
Wald			3732,22(9)	0
AR(1)			-1,356	0,175
AR(2)			-1,546	0,122

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel corresponde à variável dependente ROA e é baseado em 187 observações. De ressaltar que: i) ** e *** indica níveis de significância a 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% indica que os instrumentos são válidos, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Wald regista um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos, sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem, contra a hipótese contrária; v) O teste AR(2) com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de auto correlação de segunda ordem.

Começando pelos determinantes de *Corporate Governance*, o (BSIZE) manifesta um efeito negativo, porém insignificante, pois, (*p value* > 0,05), o que permite inferir que o número de diretores no CA, não tem um contributo significativo para o desempenho empresarial (ROA). Este resultado está de acordo com o estudo de Mititean, (2022). Em relação à variável (WOMAN), verifica-se uma relação negativa e significativa com a ROA, (*p* < 0,01), corroborando os resultados de Ahmad *et al.*, (2020) e Uyar *et al.*, (2021). A presença do sexo feminino no conselho de administração pode fragilizar a eficácia do mesmo, e conseqüentemente, piorar o desempenho das empresas. Os dados também evidenciam uma relação estatisticamente negativa e significativa com (AUDCOM), estando em consonância com os resultados de Hassan *et al.* (2016) e Abdullah & Tursoy, (2023) o que nos permite corroborar as hipóteses colocadas.

Segundo as evidências, no que se refere às variáveis de *Corporate Social Responsibility*, a (CEOREM) afeta de forma positiva e significativa a rendibilidade operacional dos ativos (*p* < 0,01), indo ao encontro de Smirnova & Zavertiaeva (2017), Alqatan *et al.* (2019) e Mehran *et al.* (2022), entre outros autores. A tabela 5.2 também ilustra que a (CSRCOM) revela uma relação negativa, contudo, não significativa (*p* > 0,05), não tendo qualquer impacto na *performance* financeira, estando de acordo com Cancela *et al.*, (2020). Quanto à variável (EMPCOMP), influencia a ROA de forma positiva e significativa (*p* < 0,01), ou seja, quanto maiores os gastos com pessoal, incluindo benefícios pós emprego, maior propensão tem a empresa para obter melhores níveis de desempenho (Darma & Supriyanto, 2017) e Luthans (2007, p.141).

Quanto às variáveis de controlo, verifica-se que a dimensão das empresas (SIZE) não afeta a rendibilidade operacional dos ativos, embora apresente um coeficiente positivo, o que indica que o total dos ativos não tem qualquer influência no desempenho financeiro, estando em linha com os resultados dos autores, Bin & Mohammed, (2022). Por último, perante a informação que consta na tabela supra, conclui-se que o grau de endividamento

(LEV) influencia negativamente a ROA, de acordo com Neves, Proença e Cancela (2023) que argumentam que ao exigirem obrigações constantes, os níveis de endividamento condicionam a rentabilidade.

A partir do modelo 1 estimado pela ROA, é possível concluir que a remuneração do CEO, e os gastos sociais têm mais preponderância na rentabilidade dos ativos. O que sugere que, quanto maiores forem as remunerações em geral e as preocupações demonstradas pela entidade aquando do término do contrato de trabalho, através dos benefícios pós emprego, mais segurança e estabilidade é transmitindo aos colaboradores, o que motiva, e consequentemente aumenta a produtividade, incrementando assim, os índices de rentabilidade. O facto de a remuneração do CEO estar relacionada com o desempenho obtido, pode combater em parte os problemas de agência. Em relação ao sinal negativo das restantes variáveis, a presença do sexo feminino no conselho de administração não contribui para um melhor desempenho, ao contrário do que se esperava, sendo que as mulheres são mais avessas ao risco, o que poderia favorecer a rentabilidade. A existência de comissão de auditoria também não favorece a gestão dos ativos, o que por vezes pode só mesmo simbolizar um dispêndio de gastos. Já o grau de endividamento conseguia-se prever um impacto inverso, dado que quanto mais endividadas forem as empresas, menos rentáveis são. O endividamento acarreta mais gastos financeiros ao desembolsar capital de modo a cumprir financiamentos estabelecidos com a banca. A dívida, poderá desencadear, também, maiores conflitos de interesses entre os acionistas e gestores, aumentando os custos de agência.

Tabela 4.3 – Resultados de estimação do modelo 2

ROE				
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	-36,620	16,878	-2,17	0,030**
ROE L1	0,104	0,008	13,07	0,000***
BSIZE	-0,433	0,436	-0,99	0,321
WOMAN	-2,119	1,365	-1,55	0,121
AUDCOM	-129,932	21,610	-6,01	0,000***
CEOREM	8,565	1,223	7	0,000***
CSRCOM	-6,411	11,762	-0,55	0,586
EMPCOMP	2,192	1,195	1,83	0,067
SIZE	2,00	1,489	1,34	0,179
LEV	-0,016	0,020	-0,80	0,426

Sargan	21,755	0,243
Wald	961,87	0,000
AR(1)	-1,776	0,076
AR(2)	-0,892	0,372

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel corresponde à variável dependente ROE e é baseado em 187 observações. De ressaltar que: i) ** e *** indica níveis de significância a 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan com um p-value superior a 5% indica que os instrumentos são válidos, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Wald regista um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos, sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) testa a hipótese nula de ausência de auto correlação de primeira ordem, contra a hipótese contrária; v) O teste AR(2) com um *p-value* superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de auto correlação de segunda ordem.

Face ao exposto na tabela 5.3, o (ROE L1) tem uma relação positiva, mas significativa (*p value* < 0,01) no ROE, o que aponta que, quanto maior o ROE do ano anterior, maior será o ROE do período corrente. Os acionistas pretendem manter os seus níveis de rendibilidade ano após ano (Neves *et al.*, 2024).

Privilegiando as variáveis estatisticamente significativas (*p* < 0,01), o modelo 2 apresenta a presença de comissão de auditoria (AUDCOM) e a remuneração do CEO (CEOREM), corroborando a terceira e quarta hipóteses. Em relação à primeira ao apresentar um coeficiente negativo, induz que a presença desta comissão no CA não favorece o desempenho medido pelo *return on equity* como no estudo de Puni & Anlesinya, (2020). Ao contrário da remuneração do CEO, que impacta positivamente a rendibilidade dos capitais próprios, Zandi *et al.*, (2019) e Zoghlami, (2021). A prova de que o aumento da compensação melhora o resultado e não prejudica, uma vez que se está a incrementar gastos.

No âmbito do *Corporate Governance*, as variáveis (BSIZE) e (WOMAN) não são estatisticamente significativas apresentando um coeficiente negativo, tal como no estudo de Mititean, (2022).

Salientando as variáveis de *Corporate Social Responsibility*, os resultados apontam que a Comissão de responsabilidade social e corporativa (CSRCOM) e os Gastos sociais (EMPCOMP), não tem impacto significativo no desempenho das empresas ao nível da rendibilidade dos capitais próprios, uma vez que o *p value* é superior a 0,05.

As variáveis de controlo (SIZE e LEV) também não afetam o desempenho financeiro medido pelo o ROE tal como os resultados de Al-Ahdal *et al.*, (2023) e Chatterjee & Nag, (2023).

De forma sucinta, quando considerada a rendibilidade do capital próprio como medida de análise da *performance*, apenas destaca-se positivamente, uma vez mais, a remuneração do *CEO*. Tal deve-se ao facto de a remuneração variar consoante o desempenho e desta forma, contribui para a diminuição dos custos de agência, pois os interesses entre os acionistas e os *CEO's* acabam por se alinhar. Quanto à relação negativa entre a existência de comissão de auditoria e a *performance*, uma das razões apontadas poderá ser a falta de especialização e independência dos membros. Face ao exposto, previa-se que a dimensão do conselho de administração, a presença feminina no CA, os gastos sociais e o grau de endividamento apresentassem significância, tal como no estudo de Proença & Neves, (2022).

Tabela 4.4 – Resultados de estimação do modelo 3

QTOBIN				
	Coefficiente	Erro Padrão	Z	P-Value
Constante	-1,087	1,134	-0,96	0,338
QT L1	0,271	0,041	6,67	0,000***
BFSIZE	-0,007	0,005	-1,47	0,142
WOMAN	0,160	0,043	3,70	0,000***
AUDCOM	7,766	1,327	5,85	0,000***
CEOREM	0,083	0,018	4,54	0,000***
CSRCOM	0,808	0,095	8,51	0,000***
EMPCOMP	-0,032	0,020	-1,59	0,113
SIZE	-0,439	0,038	-11,51	0,000***
LEV	-0,005	0,001	-4,51	0,000***
Sargan			22,326	0,218
Wald			946,28	0
AR(1)			-1,623	0,105
AR(2)			1,673	0,094

A regressão é realizada usando um painel de dados não balanceado. O painel corresponde à variável dependente QTOBIN e é baseado em 183 observações. De ressaltar que: i) ** e *** indica níveis de significância a 5% e 1%, respetivamente; ii) O teste de Sargan com *um p-value* superior a 5% indica que os instrumentos são válidos, com graus de liberdade entre parênteses; iii) O teste de Wald regista um *p-value* menor que 5% o que significa que a significância conjunta e os coeficientes são significativos, sob uma hipótese nula sem significância, com graus de liberdade entre parênteses. iv) O teste AR(1) testa a hipótese

nula de ausência de auto correlação de primeira ordem, contra a hipótese contrária; v) O teste AR(2) com um p-value superior a 5% aceita a hipótese nula da ausência de auto correlação de segunda ordem.

De acordo com os resultados do modelo 3 (QT L1) tem uma relação positiva e significativa ($p \text{ value} < 0,01$) no QTobin, o que indica que, quanto maior o Q Tobin do ano anterior, maior será o QTobin do período corrente, ou seja, os potenciais investidores, externos à empresa avaliam positivamente as oportunidades de crescimento destas empresas (Neves *et al.*, 2024)

Analisando as variáveis de *Corporate Governance*, a dimensão do conselho de administração (BSIZE) com sinal negativo, não é estatisticamente significativa de maneira que, não influencia o desempenho medido pelo Q Tobin, pois o ($p > 0,05$). Este resultado está em consonância com Martín & Herrero (2018) e Fariha *et al.*, (2022). Quanto à presença do sexo feminino (WOMAN), o modelo 3 evidencia uma relação estatisticamente significativa e positiva, o que significa que as mulheres contribuem para melhores níveis de desempenho pelas suas características diferenciadores em termos comportamentais (Reguera-Alvarado, Fuentes & Laffarga, 2017) dando mais visibilidade e reputação à empresa. Os dados também mostram uma influência positiva e significativa entre a presença de comissão de auditoria (AUDCOM) e o valor de mercado, corroborando a terceira hipótese estabelecida e os resultados de Willim, (2015). Uma comissão dotada de membros especializados, experientes e independentes permite melhorar o desempenho, privilegiando um relato de qualidade (Dakhlallah *et al.*, 2020; Al-Jalahma, 2022).

No que diz respeito às variáveis de *Corporate Social Responsibility*, apenas os Gastos sociais (EMPCOMP) não são significativos para influenciar o desempenho, ($p > 0,05$), pelo que a hipótese 6 não é aceite. As variáveis (CEOREM) e (CSRCOM) apresentam uma relação estatisticamente significativa e positiva, aceitando a quarta e quinta hipóteses. Assim, quanto maior for a remuneração do *CEO*, melhor será o desempenho de mercado, tal como nos resultados de Elsayed & Elbardan, (2018). O facto de as empresas possuírem comissão de responsabilidade social e corporativa também favorece o desempenho medido pelo Q Tobin.

As variáveis de controlo, dimensão da empresa (SIZE) e grau de endividamento (LEV) impactam negativamente a performance. Empresas de grandes dimensões podem gerar um maior desperdício de recursos, devido a uma estrutura organizacional mais complexa.

Acresce que os colaboradores tornam-se mais distantes da gestão de topo, o que pode interferir na motivação de cada um (Wang, C. 2021). Em relação ao *leverage*, os resultados indicam que quanto maior for o endividamento, pior será o desempenho de mercado, não favorecendo a imagem da própria empresa. O resultado está em consonância com os estudos de Vieira *et al.*, (2019); Cancela *et al.*, (2020) e Shatnawi *et al.*, (2022).

Para terminar, sendo o Q-tobin a variável dependente, é possível verificar que os resultados foram bastante satisfatórios ao nível da significância. Isto é, apenas a dimensão do conselho de administração e os gastos sociais não são passíveis de afetar a *performance*, numa ótica de mercado. Assim, conclui-se que a presença do sexo feminino no CA está a emergir cada vez mais, combatendo o preconceito instalado no mercado empresarial há muitos anos, inferiorizando e menosprezando as capacidades das mulheres para os mais altos cargos de governação. Esta evidência representa que o mercado está cada vez mais inclusivo e a diversidade de género, não só é importante em termos de “igualdade de direitos” como também a nível de resultados, apresentando sinal positivo. Ao nível do mercado, a comissão de auditoria também mostra-se ter relevância, o que indica que, as empresas privilegiam investir num órgão que supervisione a coerência e transparência da informação financeira, permitindo fornecer aos *stakeholders* uma imagem razoável e apropriada da entidade. A remuneração do *CEO* destaca-se novamente com uma influência positiva, o que sugere que, o mercado interpreta este resultado como um sinal de reconhecimento e estímulo para maximizar os resultados futuramente. A comissão de responsabilidade social mostra-se ter poderes para incrementar os resultados, o que demonstra que a sociedade está cada vez mais sensibilizada e consciencializada para investir em boas práticas de gestão ao nível da sustentabilidade, o que não inviabiliza bons retornos.

No âmbito da dimensão da empresa e do endividamento, tendo os ativos bastante peso no balanço, carecem de uma boa gestão e utilidade de modo a originarem benefícios económicos futuros compatíveis com o desidrato da estrutura executiva e níveis de rendibilidades espectáveis pelo mercado. Já a dívida correspondeu às expectativas, pois um grau de endividamento sobredimensionado afeta os resultados e, por inerência o desempenho, condicionado à capacidade de libertação de meios por parte da empresa. No entanto, é igualmente importante, não desconsiderar que um certo grau de endividamento serve de alavancagem financeira.

Discussão Geral

Globalmente, a análise empírica deste trabalho permite-nos enfatizar que os determinantes da performance das empresas variam consoante a variável usada para medir o desempenho.

Um potencial investidor de empresas ibéricas valoriza de forma diferente as variáveis relativamente aos gestores e acionistas sugerindo que cada um valoriza e tem a perceção de níveis de desenvolvimento de sustentabilidade empresarial muito díspares (Neves, Santos, Proença e Pinho, 2023).

Para as empresas da Península Ibérica, a presença feminina e certos mecanismos de governança influenciam de maneira distinta os indicadores de desempenho, dependendo da métrica de avaliação utilizada. Assim, a presença de mulheres nas empresas da Península Ibérica tem um impacto positivo sobre o Q de Tobin, o que indica que investidores externos aceitam que a diversidade de género pode ser um fator salutar, elevando a expectativa sobre o desempenho futuro da empresa. Este resultado pode refletir uma valorização da diversidade pelos investidores, que associam uma maior inclusão à inovação e melhor conduta de governo, numa altura em que se elevam os padrões éticos e de igualdade social. Também é de salientar que a existência de uma comissão de auditoria também gera um impacto positivo sobre o Q de Tobin, mostrando que os investidores externos acreditam que esta comissão exerce efeito positivo na transparência e na integridade financeira da empresa. Em contraste, para métricas como ROA (Return on Assets) e ROE (Return on Equity), a comissão de auditoria tem um efeito negativo, o que pode indicar que, internamente, os custos de implementação e conformidade podem impactar negativamente a rentabilidade. Finalmente, o facto de apenas o Q de Tobin mostrar significância positiva em relação à comissão de responsabilidade social aponta para uma visão de valor externo dos investidores, que podem valorizar práticas sustentáveis e de responsabilidade social como indicadores de futuro potencial positivo e alinhamento com critérios ESG (ambientais, sociais e de *governance*).

Conclusão

Este estudo teve como principal objetivo analisar o impacto das características de *governance* no desempenho das empresas de Portugal e Espanha. Para alcançar o objetivo proposto foi utilizada a metodologia de dados em painel sobre uma amostra de trinta e nove empresas não financeiras, sendo que os dados foram testados e estimados com recurso ao STATA 16 e ao método de estimação *Generalized Method of Moments (GMM)*, respetivamente para o período entre 2015 e 2021.

A compreensão de como a estrutura de governo afeta a métrica de desempenho empresarial pode ser bastante útil para as empresas na tomada de decisões sobre políticas internas de inclusão e de governo, especialmente se desejarem atrair mais investimentos externos. Especificamente o nosso trabalho permite concluir que, para explicar o desempenho das empresas ibéricas, os níveis de ROE e Q de Tobin do ano anterior são relevantes para o ano corrente. Isso pode ocorrer porque a estabilidade e solidez financeira de um ano tendem a influenciar a confiança de investidores e stakeholders, projetando um desempenho contínuo para o ano seguinte. A ausência de impacto da dimensão do conselho de administração nas métricas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin) sugere que o número de membros do conselho, isoladamente, pode não ser determinante para a eficiência, rentabilidade ou expectativas de mercado.

A presença de mulheres mostra um efeito positivo no Q de Tobin, o que indica expectativas de crescimento, sugerindo que o mercado e os investidores percebem a diversidade de género como um sinal de potencial de crescimento e inovação para as empresas ibéricas que valorizam o crescimento de longo prazo; mas um efeito negativo na ROA, refletindo possíveis desafios na gestão interna.

A comissão de auditoria também se revela positiva para o Q de Tobin, sugerindo um benefício para a visão de mercado, mas com impacto negativo sobre a ROA e o ROE, possivelmente devido aos custos de conformidade. A influência positiva da remuneração do CEO sobre as métricas de desempenho (ROA, ROE e Q de Tobin) evidencia a importância do nível de remuneração adequado para atrair e reter liderança qualificada, comprometida com a criação de valor e a otimização dos recursos da empresa. Esse resultado aponta que, nas empresas ibéricas, a valorização do CEO pode estar diretamente ligada a um desempenho superior, tanto na visão interna quanto na externa, reforçando o

papel do CEO como um fator central na estratégia e na governança corporativa. Ao passo que a comissão de responsabilidade social corporativa (CSR) apenas apresenta significância positiva para o Q de Tobin, refletindo uma apreciação externa dos investidores por práticas de responsabilidade social.

As principais contribuições deste estudo são diversas, nomeadamente para gestores, investidores e público em geral:

Para os gestores, as conclusões sobre o impacto da diversidade no Q de Tobin e na ROA, e sobre a remuneração do CEO, ajudam os gestores a planear políticas que atendam tanto à eficiência interna quanto às expectativas externas de crescimento e inovação. Ao saber que a comissão de auditoria é valorizada pelos investidores, mas pode ter custos internos, os gestores podem equilibrar essas práticas para maximizar tanto a rentabilidade operacional quanto a atratividade de mercado.

Para os investidores, o efeito positivo da presença de mulheres e das comissões de responsabilidade social e auditoria no Q de Tobin aponta para práticas que aumentam o valor percebido da empresa, o que pode guiar decisões de investimento, especialmente entre aqueles que procuram práticas de sustentabilidade e ética e transparência de *governance*.

Para a sociedade em geral, é perceptível um incentivo à diversidade e responsabilidade social nas empresas, pois o impacto positivo dessas práticas no Q de Tobin sugere que o mercado valoriza empresas inclusivas e comprometidas com o social. Isso promove um ambiente corporativo mais sustentável e alinhado com valores éticos que beneficiam o coletivo.

Aponta-se como principal limitação deste estudo a reduzida dimensão da amostra. Para investigações futuras, expandir a amostra para mais países europeus, incluir outras variáveis, estudar um setor de atividade e/ou incorporar empresas financeiras

Referências Bibliográficas

Abdullah, H., & Tursoy, T. (2023). The effect of corporate governance on financial performance: evidence from a shareholder-oriented system. *Iranian Journal of Management Studies*, 16(1), 79-95. [10.22059/IJMS.2022.321510.674798](https://doi.org/10.22059/IJMS.2022.321510.674798)

Adams, R. B. (2016). Women on Boards: The Superheroes of Tomorrow? The Leadership Quarterly, 371-386. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.11.001>

Adnan, S. M., Hay, D., & van Staden, C. J. (2018). The influence of culture and corporate governance on corporate social responsibility disclosure: A cross country analysis. *Journal of Cleaner Production*, 198, 820-832. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.07.057>

Agarwal, S. (2020). Literature review on the relationship between board structure and Firm Performance. *International Journal of Business Ethics in Developing Economies*, 9(2).

Ahmad, M., Raja Kamaruzaman, R. N. S., Hamdan, H., & Annuar, H. A. (2020). Women directors and firm performance: Malaysian evidence post policy announcement. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 36(2), 97-110. <https://doi.org/10.1108/JEAS-04-2017-0022>

Ahmed, E., & Hamdan, A. (2015). The Impact of Corporate Governance on Firm Performance: Evidence from Bahrain Bourse. *International Management Review*, 11(2), 21-37.

Al-Ahdal, W. M., Hashim, H. A., Almaqtari, F. A., & Saudagaran, S. M. (2023). The moderating effect of an audit committee on the relationship between ownership structure and firm performance: Evidence from emerging markets. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2194151. <https://doi.org/10.1080/23311975.2023.2194151>

Al-Daoud, K.A., Ismail, K.N.I.K., & Lode, N.A. (2015). The impact of internal corporate governance on the timeliness of financial reports of Jordanian firms: Evidence using audit and management report lags. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(1), 430.

Al-Ghamdi, M., & Rhodes, M. (2015). Family Ownership, Corporate Governance and Performance: Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Economics and Finance*, 7(2), 78-89. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n2p78>.

Ali, J., Tahira, Y., Amir, M., Ullah, F., Tahir, M., Shah, W., ... & Tariq, S. (2022). Leverage, ownership structure and firm performance. *Journal of Financial Risk Management*, 11(1), 41-65. DOI: [10.4236/jfrm.2022.111002](https://doi.org/10.4236/jfrm.2022.111002)

Al-Jalahma, A. (2022). Impact of audit committee characteristics on firm performance: Evidence from Bahrain. *Problems and Perspectives in Management*, 20(1), 247-261. doi:10.21511/ppm.20(1).2022.21

Almashhadani, M., & Almashhadani, H. A. (2022). CEO duality and firm performance: A review from the Middle East perspective. *International Journal of Business and Management Invention*, 11(2), 55-60. DOI: 10.35629/8028-1102015560.

Anderson, M., Hyun, S., & Warsame, H. (2024). Corporate social responsibility, earnings management and firm performance: evidence from panel VAR estimation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62(1), 341-364. DOI: <https://doi.org/10.1007/s11156-023-01203-x>

Bhat, D. C., Shenoy, S. S., Shetty, D. K., & Abhilash, A. (2024). Does Sustainability Assurance enhance the connection between Corporate Governance and Firm Performance in India?. *Investment Management & Financial Innovations*, 21(3), 211.

Balasubramanian, B. N., Black, B. S., & Khanna, V. S. (2008). Firm-level corporate governance in emerging markets: A case study of India. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.992529>

Balogun, A. R., Omotoye, O. O. (2020). Remuneration and employee performance in global communication eimited, Lagos Nigeria. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*. 22(2), 15-21. DOI: 10.9790/487X-2202041521

Baraibar-Diez, E., & D. Odriozola, M. (2019). CSR committees and their effect on ESG performance in UK, France, Germany, and Spain. *Sustainability*, 11(18), 5077.

Barringer, B.R & Ireland, R.D. (2013) *Entrepreneurship: Successfully Launching New Ventures (Fourth Edition)*, New York, Pearson Education Limited.

Bartolacci, F., Caputo, A., & Soverchia, M. (2020). Sustainability and financial performance of small and medium sized enterprises: A bibliometric and systematic literature review. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1297-1309. <https://doi.org/10.1002/bse.2434>

Bebchuk, L. A., & Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards. *Journal of Financial Economics*, 78(2), 409-433. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.006>. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.006>

Bin, A., & Mohammed, G. (2022). The Effect of Audit Committee Characteristics on Firm Performance: Evidence from Non-Financial Sectors in Oman. *Asian Economic and Financial Review*, 12(9), 816-836. DOI: 10.55493/5002.v12i9.4612

Bon, S. F., & Hartoko, S. (2022). The effect of dividend policy, investment decision, leverage, profitability, and firm size on firm value. *European Journal of*

Business and Management Research, 7(3), 7-13.
<https://doi.org/10.24018/ejbmr.2022.7.3.1405>

Bouaine, W., & Hrichi, Y. (2019). Impact of audit committee adoption and its characteristics on financial performance: Evidence from 100 French companies. *Accounting and Finance Research*, 8(1), 92-102.
<https://doi.org/10.5430/afr.v8n1p92>

Buallay, A., Hamdan, A., & Zureigat, Q. (2017). Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(1), 78-98. doi:[10.14453/aabfj.v11i1.6](https://doi.org/10.14453/aabfj.v11i1.6)

Bussin, M., & Modau, M. F. (2015). The relationship between chief executive officer remuneration and financial performance in South Africa between 2006 and 2012. *SA Journal of Human Resource Management*, 13(1), 1-18.

Cancela, B. L., Neves, M. E. D., Rodrigues, L. L., & Gomes Dias, A. C. (2020). The influence of corporate governance on corporate sustainability: new evidence using panel data in the Iberian macroeconomic environment. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 785-806. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2020-0068>

Carpenter, M., & Sanders, G. (2002). Top Management Team Compensation: The Missing Link Between CEO Pay and Firm Performance? *Strategic Management Journal*, 367-375. <https://doi.org/10.1002/smj.228>

Chappelow, J. (2019). Cost of labor. <https://www.investopedia.com/terms/c/cost-of-labor.asp> Retrieved on 15th April, 2020

Chatterjee, C., & Nag, T. (2023). Do women on boards enhance firm performance? Evidence from top Indian companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 20(2), 155-167. <https://doi.org/10.1057/s41310-022-00153-5>

Chiu, J., Chung, H., & Hung, S. C. (2021). Voluntary adoption of audit committees, ownership structure and firm performance: evidence from Taiwan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(5), 1514-1542. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1635449>

Cho, S. J., Chung, C. Y., & Young, J. (2019). Study on the Relationship between CSR and Financial Performance. *Sustainability*, 11(2), 343. <https://doi.org/10.3390/su11020343>

Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. *Australian accounting review*, 20(4), 372-386. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x>

Clarke, T. (1998). The contribution of non-executive directors to the effectiveness of corporate governance. *Career Development International*, 3(3), 118-124. <https://doi.org/10.1108/13620439810211117>

Costa, L., Sampaio, J. O., & Flores, E. S. (2019). Diversidade de Gênero nos Conselhos Administrativos e sua Relação com Desempenho e Risco Financeiro nas Empresas Familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 721–738. doi: 10.1590/1982-7849rac2019180327.

Craig, A. O., Job-Olatunji, K., Dairo, L. O., Adedamola, M. A., Peters, S. O., & Shorinmade, A. G. (2020). Employee Remuneration and the financial performance of selected manufacturing companies in Nigeria. *Accounting and taxation review*, 4(3), 54-65.

da Silveira, A. D. M., & Donaggio, A. R. F. (2019). A importância da diversidade de gênero nos conselhos de administração para a promoção da responsabilidade social corporativa. *DESC-Direito, Economia e Sociedade Contemporânea*, 2(2), 11-42. DOI:[10.33389/desc.v2n2.2019.p11-42](https://doi.org/10.33389/desc.v2n2.2019.p11-42)

Danoshana, M. S., & Ravivathani, M. T. (2013). The impact of the corporate governance on firm performance: A study on financial institutions in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, 1(6), 118-121. Doi: [10.5958/2319-1422.2019.00004.3](https://doi.org/10.5958/2319-1422.2019.00004.3)

Darma, P. S., & Supriyanto, A. S. (2017). The effect of compensation on satisfaction and employee performance. *Management and Economics Journal (MEC-J)*, 1(1).

Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting & Finance*, 45(2), 241-267. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2004.00132.x>

Dezsö, C. L., & Ross, D. G. (2012). Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. *Strategic management journal*, 33(9), 1072-1089. <https://doi.org/10.1002/smj.1955>

Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business Strategy and the Environment*, 11(2), 130–141. <https://doi.org/10.1002/bse.323>

Elbardan, H., Uyar, A., Kuzey, C., & Karaman, A. S. (2023). CSR reporting, assurance, and firm value and risk: The moderating effects of CSR committees and executive compensation. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 53, 100579. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2023.100579>.

Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental Quality Management*, 8(1), 37–51. <https://doi.org/10.1002/tqem.3310080106>.

Fallatah, Y., & Dickins, D. (2012). Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia. *African Journal of Business Management*, 6(36), 10025-10034. <https://doi.org/10.5897/AJBM12.008>.

Fallatah, Y., & Dickins, D. (2012). Corporate governance and firm performance and value in Saudi Arabia. *African Journal of Business Management*, 6(36), 10025-10034. <https://doi.org/10.5897/AJBM12.008>.

Fariha, R., Hossain, M. M., & Ghosh, R. (2022). Board characteristics, audit committee attributes and firm performance: empirical evidence from emerging economy. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 84-96. DOI 10.1108/AJAR-11-2020-0115.

Frydman, C., & Jenter, D. (2010). CEO compensation. *Annu. Rev. Financ. Econ.*, 2(1), 75-102. <http://dx.doi.org/10.1146/annurev-financial-120209-133958>.

Gharbi, M., & Jarboui, A. (2024). The impact of corporate social responsibility on firm financial performance: does corporate governance matter?. *International Journal of Law and Management*.

Grey, C., Flynn, A., & Adu, D. A. (2024). An examination of how executive remuneration and firm performance are influenced by Chair-CEO diversity attributes. *International Review of Financial Analysis*, 94, 103290.

Guedes, R., Neves, E., & Vieira, E., (2024). Bridging Governance Gaps: Politically Connected Boards, Gender Diversity, and the ESG Performance Puzzle in Iberian Companies" *Business Process Management Journal*, forthcoming.

Gupta, P., & Sharma, A. M. (2014). A study of the impact of corporate governance practices on firm performance in Indian and South Korean companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 133, 4-11. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.04.163>.

Hansen, L. P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, 50(4), 1029-1054. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/1912775?seq=1> doi: 10.2307/1912775

Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of business ethics*, 149, 411-432. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5>

Huynh, Q. L., Hoque, M. E., Susanto, P., Watto, W. A., & Ashraf, M. (2022). Does financial leverage mediate corporate governance and firm performance?. *Sustainability*, 14(20), 13545. <https://doi.org/10.3390/su142013545>

Iansiti, M., & Levien, R. (2004). Strategy as ecology. *Harvard Business Review*, 82(3), 68–81. Invernizzi, G., Milano, M., & Milano, E. G. E. A. (2004). *Strategia e politica aziendale*. Milan, IT: Mc Graw-Hill.

Jeong, S.-H., & Harrison, D. A. (2017). Glass Breaking, Strategy Making, and Value Creating: Meta-analytic outcomes of women as CEOs and TMT members. *Academy of Management Journal*, 1219-1252. <https://doi.org/10.5465/amj.2014.0716>

Kanter, R. M. (1977). Some Effects of Proportions on Group Life: Skewed Sex Ratios and Responses to Token Women. *American Journal of Sociology*, 82(5), 965–990. <https://doi.org/10.1086/226425>

Khamis, R., Hamdan, A. M., & Elali, W. (2015). The Relationship between Ownership Structure Dimensions and Corporate Performance: Evidence from Bahrain. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(4), 38-56. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v9i4.4>

Khan, H., Hassan, R., & Marimuthu, M. (2017). Diversity on corporate boards and firm performance: An empirical evidence from Malaysia. *American Journal of Social Sciences and Humanities*, 2(1), 1-8. DOI: 10.20448/801.21.1.8

Kijkasiwat, P., Hussain, A., & Mumtaz, A. (2022). Corporate Governance, Firm Performance and Financial Leverage across Developed and Emerging Economies. *Risks*, 10(10), 185. <https://doi.org/10.3390/risks10100185>

Kılıç, M., & Kuzey, C. (2016). The effect of board gender diversity on firm performance: evidence from Turkey. *Gender in management: An international journal*, 31(7), 434-455. <https://doi.org/10.1108/GM-10-2015-0088>

Kocmanová, A., Hřebíček, J., & Dočekalová, M. (2011). CORPORATE GOVERNANCE AND SUSTAINABILITY. *Economics & Management*, 16.

La Porta, R., Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46 (2), 285-332. DOI: 10.1257/jel.46.2.285

Latif, M. S., Ahmad, M., Qasim, M., Mushtaq, M., Ferdoos, A., & Naeem, H. (2013). Impact of employee's job satisfaction on organizational performance. *European journal of business and management*, 5(5), 166-171.

Liao, L., Luo, L., & Tang, Q. (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. *The British accounting review*, 47(4), 409-424. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.01.002>

Licht, A. N., Goldschmidt, C., & Schwartz, S. H. (2005). Culture, law, and corporate governance. *International review of law and economics*, 25(2), 229-255. <https://doi.org/10.1016/j.irl.2005.06.005>

Lin, Yao, & Zhao (2014). The direct and indirect impact of employee benefits on firm performance in China. *Asia Pacific Journal of Human Resources*, 52(4), 476-495.

<https://doi.org/10.1111/1744-7941.12037>

Liu, Y., Wei, Z., & Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China?. *Journal of corporate finance*, 28, 169-184.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.11.016>

Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance. *Journal of Management & Governance*, 17, 491-509.

Madaleno, M., & Vieira, E. (2020). Corporate performance and sustainability: Evidence from listed firms in Portugal and Spain. *Energy Reports*, 6, 141-147.
<https://doi.org/10.1016/j.egy.2020.11.092>

Mäkinen, M. (2007). *CEO compensation, firm size and firm performance: evidence from Finnish panel data* (No. 1084). ETLA Discussion Papers.

Marinova, J., Plantenga, J., & Remery, C. (2016). Gender diversity and firm performance: Evidence from Dutch and Danish boardrooms. *The International Journal of Human Resource Management*, 27(15), 1777-1790.
<https://doi.org/10.1080/09585192.2015.1079229>

MARKONAH, M., & PRASETYO, J. H. (2022). The impact of good corporate governance on financial performance: Evidence from Commercial Banks in Indonesia. *The Journal Of Asian Finance, Economics And Business*, 9(6), 45-52.
<https://doi.org/10.13106/jafeb.2022.vol9.no6.0045>

Martínez-Ferrero, J., Lozano, M. B., & Vivas, M. (2021). The impact of board cultural diversity on a firm's commitment toward the sustainability issues of emerging countries: The mediating effect of a CSR committee. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 675-685. <https://doi.org/10.1002/csr.2080>

Mehran, M., Zubair, F., & Ahmed, W. (2022). Effect of audit quality and CEO remuneration on firm performance: A Study on Pakistan stock exchange-listed non-financial firms. *International Journal of Business and Economic Affairs*, 7(3), 59-77.
10.24088/IJBEA-2022-73006

Mititean, P. (2022). The impact of corporate governance characteristics on companies' financial performance: Evidence from Romania. *Economic Annals*, 67(233), 113-133. <https://doi.org/10.2298/EKA2233113M>

MN, N., Shenoy, S. S., Chakraborty, S., & BM, L. (2024). Does the Ind AS moderate the relationship between capital structure and firm performance?. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 35(2), 86-102.

Morrison, A. M., & Glinow, V. M. A. (1990). Women and minorities in management. *American Psychologist*, 45(2), 200–208. <https://doi.org/10.1037/0003-066X.45.2.200>.

Muhammad, K., Ghani, E. K., Ilias, A., Ibrahim, M. A., Jamil, N. N., Anwar, N. A. M., & Razali, F. M. (2024). Do Board Size, Female Directors and Ownership Dispersion Influence Financial Performance of Cooperatives? An Analysis Using Upper Echelons Theory. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 14(5), 1-9.

Mucharreira, P. R., & Antunes, M. G. (2015). Os efeitos das variáveis macroeconómicas no desempenho das organizações: Evidência das pequenas e médias empresas em Portugal. *Contabilidade & Gestão – Portuguese Journal of Accounting and Management-Revista Científica da Ordem dos Contabilistas Certificados*, (17), 113-143.

Myšková, R., Hájek, P. (2017) 'Comprehensive assessment of firm financial performance using financial ratios and linguistic analysis of annual reports', *Journal of International Studies*, 10(4), pp. [Online].

Naciti, V., Cesaroni, F., & Pulejo, L. (2021). Corporate governance and sustainability: A review of the existing literature. *Journal of Management and Governance*, 1-20.

Neves, E., Dias, A., Ferreira, M. and Henriques, C. (2022). Determinants of wine firms' performance: the Iberian case using panel data, *International Journal of Accounting & Information Management*, 30 (3), pp. 325-338. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2021-0203>

Neves, M.E., Caniaux, D., Gouveia, M.d.C. and Coelho, A. (2024), "What environmental and social factors are most relevant to the efficiency and performance of companies? The case of a small bank-oriented country", *Benchmarking: An International Journal*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/BIJ-11-2023-0775>.

Neves, M. E. D. (2018). Payout and firm's catering. *International Journal of Managerial Finance*, 14(1), 2–22. Disponível em <https://scihub.do/https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/IJMF-03-2017-0055/full/html> doi: 10.1108/ijmf-03-2017-0055.

Neves, M. E. D., Gouveia, M. D. C., & Proença, C. A. N. (2020). European bank's performance and efficiency. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(4), 67. <https://doi.org/10.3390/jrfm13040067>.

Neves, M.E., Guedes, R., Proença, C. and Lozano, B. (2024), "The moderating role of women directors in politically connected companies on the performance of Liberian companies", *Gender in Management*, Vol. 39 No. 5, pp. 626-644.

Neves, M.E, Proença, C., and Cancela, B. (2023). Governance and social responsibility: what factors impact corporate performance in a small banking-oriented

country? *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol.31 No. 1, pp.66-92.

Neves, M.E., Santos, A., Proença, C. and Pinho, C. (2023), "The influence of corporate governance and corporate social responsibility on corporate performance: an Iberian panel data evidence", *EuroMed Journal of Business*, Vol. 18 No. 4, pp. 552-574.

Neves, M.E., Vieira, E., and Serrasqueiro, Z. (2022) "Management or market variables in the assessment of corporate performance? Evidence on a bank-based system", *International Journal of Accounting & Information Management* , Vol. 30 No. 3, pp. 372-390.

Oakley, J. G. (2000). Gender-based Barriers to Senior Management Positions: Understanding the Scarcity of Female CEOs. *Journal of Business Ethics*, 321-334.

Okafor, A., Adeleye, B. N., & Adusei, M. (2021). Corporate social responsibility and financial performance: Evidence from US tech firms. *Journal of cleaner production*, 292, 126078. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.126078>

Omodero, C. O., Alpheaus, O. E., & Ihendinihu, J. U. (2016). Human resource costs and financial performance: evidence from selected listed firms in Nigeria. *International Journal of Interdisciplinary Research Methods*, 3(4), 14-27

Onyekwelu, R.U., Dike, E.E., & Muogbo, U.S. (2020). Remuneration as a tool for increasing Employee Performance in Nigerian. *The International Journal of Social Sciences and Humanities Invention*. 7(1), 5782-5789 <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3565079>

Osei-Bonsu, N., & Lutta, J. G. M. (2016). CEO cash compensation and firm performance: An empirical study from emerging markets. *Business and Economic Research*, 6(2), 79-99. <https://doi.org/10.5296/ber.v6i2.9805>

Osman, M. A. M., & Samontaray, D. P. (2022). Corporate governance and performance of insurance companies in the saudi market. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 9(4), 213-228. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2022.vol9.no4.0213>

Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2006). The link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business Review*, 84(12), 78–92.

Proença, C., & Neves, M. E. (2022). Determinants of Iberian companies' performance: corporate boards and the nonlinearity of gender diversity. *Gender in Management: An International Journal* (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/GM-10-2021-0304>

Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2019). An international approach of the relationship between board attributes and the disclosure of corporate social

responsibility issues. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(3), 612-627. <https://doi.org/10.1002/csr.1707>

Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147-169. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-03-2019-0076>

Ricart, J. E., Rodri'guez, M. A' ., & Sa'nchez, P. (2005). Sustainability in the boardroom. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 5(3), 24-41. doi:10.1108/14720700510604670. <https://doi.org/10.1108/14720700510604670>

Richard, P., Devinney, T., Yip, G. e Johnson, G. (2009). Measurement organizational performance: towards methodological best practice. *Journal of Management*, 35 (3), pp. 718-804. <https://doi.org/10.1177/0149206308330560>

Roberts, D. J., & Van den Steen, E. (2000). Shareholder interests, human capital investment and corporate governance. Stanford GSB Working. <https://doi.org/10.2139/ssrn.230019>

Rosener, J. B. (1995). *America's Competitive Secret: Utilizing Women as a Management Strategy*. New York: Oxford University Press.

Rosharlianti, Z., & Pratiwi, A. (2022). The Impact of Corporate Social Responsibility, Audit Committee, and Financial Performance on Firm Value. *Jurnal Akuntansi Trisakti*, 9(1), 57-70. <https://doi.org/10.25105/jat.v9i1.10645>

Sani, Achmad S dan Vivin Maharani. 2013. *Metodologi Penelitian Manajemen Sumberdaya Manusia : Teori, Kuesioner dan Analisis Data*. Malang, UIN-MALIKI Press

Sargan, J. D. (1958). The Estimation of Economic Relationships using Instrumental Variables. *Econometrica*, 26(3), 393-415. Disponível em <http://www.economicsejournal.org/economics/journalarticles/2012-25/references/1958>. doi: 10.2307/1907619

Setyahadi, R. R., & Narsa, I. M. (2020). Corporate governance and sustainability in Indonesia. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(12), 885-894. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no12.885>

Shatnawi, S. A., Marei, A., Hanefah, M. M., Eldaia, M., & Alaaraj, S. (2022). The Effect Of Audit Committee On Financial Performance Of Listed Companies In Jordan: The Moderating Effect Of Enterprise Risk Management. *Journal of Management Information and Decision Sciences*.

Singh, K. B., Patil, D. T., & Khandelwal, R. (2021, March). CEOs compensation and firm performance: Evidence from Bhutan. In *2021 International Conference on Computational Intelligence and Knowledge Economy (ICCIKE)* (pp. 350-354). IEEE. DOI: [10.1109/ICCIKE51210.2021.9410718](https://doi.org/10.1109/ICCIKE51210.2021.9410718)

Smirnova, A. S., & Zaveritiaeva, M. A. (2017). Which came first, CEO compensation or firm performance? The causality dilemma in European companies. *Research in International Business and Finance*, 42, 658-673. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.009>

Sobral, S., & Capucho, F. (2019). A gestão de conflitos nas organizações: conceptualização e diferenças de género. *Gestão e Desenvolvimento*, (27), 33-54. <https://doi.org/10.7559/gestaoedesenvolvimento.2019.373>

Sousa, J. C. R., Siqueira, E. S., Binotto, E., & Nobre, L. H. N. (2020). University social responsibility: perceptions and advances. *Social Responsibility Journal*, 17(2), 263-281. <https://doi.org/10.1108/SRJ-10-2017-0199>

Spitzeck, H. (2009). The development of governance structures for corporate responsibility. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(4), 495–505. doi:10.1108/14720700910985034.

Sugiyanto, E., Trisnawati, R., & Kusumawati, E. (2021). Corporate Social Responsibility and Firm Value with Profitability, Firm Size, Managerial Ownership, and Board of Commissioners as Moderating Variables. *Riset Akuntansi Dan Keuangan Indonesia*, 6(1), 18 –26. DOI: [10.23917/reaksi.v6i1.14107](https://doi.org/10.23917/reaksi.v6i1.14107)

SUKESTI, F., GHOZALI, I., Fuad, F. U. A. D., KHARIS ALMASYHARI, A., & NURCAHYONO, N. (2021). Factors affecting the stock price: The role of firm performance. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2), 165-173. doi:10.13106/jafeb.2021.vol8.no2.0165

Tarda, O., Haron, H., Ramli, N., & Salleh, S. (2024). Board gender diversity toward corporate social responsibility disclosure in Palestinian companies: financial performance as mediation. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2379577.

Terjesen, S., Couto, E. B. & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 447-483. <https://doi.org/10.1007/s10997-014-9307-8>

Torelli, R., Balluchi, F., & Furlotti, K. (2020). The materiality assessment and stakeholder engagement: A content analysis of sustainability reports. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 470-484. <https://doi.org/10.1002/csr.1813>

Uyar, A., Kuzey, C., Kilic, M., & Karaman, A. S. (2021). Board structure, financial performance, corporate social responsibility performance, CSR committee, and CEO duality: Disentangling the connection in healthcare. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1730-1748. <https://doi.org/10.1002/csr.2141>

VIEIRA, E., NEVES, E., & DIAS, A. (2019). Determinants of Portuguese Firms' Financial Performance: Panel Data Evidence. *International Journal of Productivity and*

Performance Management, 68(7), 1323-1342. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-06-2018-0210>

Wang, C., Zhang, S., Ullah, S., Ullah, R., & Ullah, F. (2021). Executive compensation and corporate performance of energy companies around the world. *Energy Strategy Reviews*, 38, 100749. <https://doi.org/10.1016/j.esr.2021.100749>

Warr, P., & Fay, D. (2001). Age and personal initiative at work. *European Journal of Work and Organizational Psychology*, 10(3), 343-353. <http://dx.doi.org/10.1080/13594320143000717>

Wijaya, R. (2019). Analisis Perkembangan Return On Assets (ROA) dan Return On Equity (ROE) untuk Mengukur Kinerja Keuangan. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 9(1), 40-51. DOI: <https://doi.org/10.32502/jimn.v9i1.2115>

Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of financial economics*, 105(3), 581-606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>

Zaman, R., Jain, T., Samara, G., & Jamali, D. (2022). Corporate governance meets corporate social responsibility: Mapping the interface. *Business & Society*, 61(3), 690-752. <https://doi.org/10.1177/0007650320973415>

Zogning, F. (2017). Comparing financial systems around the world: Capital markets, legal systems, and governance regimes. *Economics, Management, and Financial Markets*, 12(4), 43-58.

APÊNDICES

APÊNDICE 1. EMPRESAS COTADAS NA *EURONEXT LISBON*

Empresas cotadas na *Euronext Lisbon*

Conduril S.A.	Lisgráfica – Impressão e artes gráficas S.A.
Copam S.A.	Litho Formas, S.A.
CTT Correio de Portugal S.A.	Luz Saúde S.A.
EDP – Energias de Portugal, S.A.	Ramada - Investimentos e Indústria, S.A.
Glintt – Global Intelligent Technologies, S.A.	Teixeira Duarte, S.A.
Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.	The Navigator Company, S.A.
Inapa – Invest., Participações e Gestão, S.A.	Toyota Caetano Portugal, S.A.

APÊNDICE 2. EMPRESAS COTADAS NA *MADRID STOCK EXCHANGE*

Empresas cotadas na *Madrid Stock Exchange*

Acerinox, S.A.	Indra Sistemas S.A.
ACS, Act. de Construccion y Servicios, S.A.	Indústria de Diseño Textil, S.A.
Aena S.M.E., S.A	Inmobiliaria Colonial Socimi, S.A.
Amadeus It Group, S.A.	Laboratorios Farmaceuticos Rovi, S.A.
Arcelormittal S.A	Melia Hotels International S.A.
Cellnex Telecom S.A.	Merlin Properties Socimi S.A.
Corporación Acciona Energias Renovables S.A.	Naturgy Energy Group, S.A.
Enagas, S.A.	Red Electrica Corporación, S.A.
Endesa, S.A.	Repsol, S.A.
Ferrovial, SA.	Sacyr, S.A.
Fluidra, S.A	Solaria Energia y meio ambiente, S.A.
Grifoles S.A.	Telefónica, S.A.
Iberdrola, S.A.	
